



Bryssel den 11.9.2017
COM(2017) 468 final

RAPPORT FRÅN KOMMISSIONEN TILL EUROPAPARLAMENTET OCH RÅDET

om behovet av att tillfälligt undanta börshandlade derivat från tillämpningen av artiklarna 35 och 36 i förordning (EU) nr 600/2014 om marknader för finansiella instrument

RAPPORT FRÅN KOMMISSIONEN TILL EUROPAPARLAMENTET OCH RÅDET

om behovet av att tillfälligt undanta börshandlade derivat från tillämpningen av artiklarna 35 och 36 i förordning (EU) nr 600/2014 om marknader för finansiella instrument

1. INLEDNING

I denna rapport till Europaparlamentet och rådet (nedan kallad *rapporten*) görs en bedömning av om börshandlade derivat tillfälligt bör undantas från tillämpningen av artiklarna 35 och 36 i förordning (EU) nr 600/2014 om marknader för finansiella instrument (nedan kallad *Mifir*). Enligt artikel 52.12 ska kommissionen lämna en rapport till Europaparlamentet och rådet med en bedömning av behovet av att tillfälligt undanta börshandlade derivat från bestämmelserna om icke-diskriminerande tillträde till centrala motparter och handelsplatser enligt artiklarna 35 och 36 i Mifir i upp till 30 månader efter den 3 januari 2018.

Enligt artikel 52.12 i Mifir ska kommissionen basera sin rapport på en riskbedömning som görs av Esma i samråd med Europeiska systemrisknämnden och ta hänsyn till de eventuella risker som bestämmelserna om tillträde på transparenta och icke-diskriminerande villkor när det gäller börshandlade derivat innebär för finansmarknadernas totala stabilitet och korrekta sätt att fungera i hela unionen. I juli 2015 bad kommissionen Esma att utföra en sådan riskbedömning i samarbete med Europeiska systemrisknämnden. Esma överlämnade sin riskbedömning¹ den 31 mars 2016 baserat på ett yttrande från Europeiska systemrisknämnden som offentliggjordes den 9 februari 2016².

Kommissionen bad Esma att i samband med riskbedömningen: (i) identifiera potentiella riskfaktorer och bedöma deras sannolikhet samt omfattningen av deras skadliga effekter på finansiella system, (ii) bedöma förekomsten av systematisk risk på grundval av riskfaktorer som kan betraktas som specifika för tillträdesarrangemang enligt Mifir och (iii) inkludera en detaljerad kvalitativ och kvantitativ analys som stöd för sina argument.

Kommissionen noterar att Esma på grund av att uppgifter saknades om befintliga tillträdesarrangemang för börshandlade derivat enligt Mifir inte kunde göra den kvantitativa bedömning kommissionen hade begärt.

¹ 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

² Europeiska systemrisknämndens svar till Esma om tillfälligt undantag för börshandlade derivat från tillämpningen av artiklarna 35 och 36 i Mifir, 9 februari 2016, https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/160210_ESRB_response.pdf?b34727f97ef6c1ef3a9fd58f3d67035e

2. RAPPORTENS OMFATTNING

Precis som det i förordning (EU) nr 648/2012 (Emir) föreskrivs ett clearingkrav för OTC-derivat föreskrivs i Mifir ett clearingkrav för börshandlade derivat³ samt tillträde på icke-diskriminerande och transparenta villkor till centrala motparter och handelsplatser för överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument och börshandlade derivat.

Emir definierar OTC-derivat som derivatkontrakt som inte ingås på en reglerad marknad eller på en marknad i ett tredjeland som anses vara likvärdig med en reglerad marknad⁴. I Mifir definieras börshandlade derivat däremot⁵ som "ett derivat som handlas på en reglerad marknad eller på en marknad i ett tredjeland som betraktas som likvärdig med en reglerad marknad" och de omfattas därför inte av definitionen av OTC-derivat i Emir.

Där bestämmelserna om tillträde på transparenta och icke-diskriminerande villkor i Mifir gäller för derivat som handlas på en reglerad marknad gäller bestämmelserna om tillträde på transparenta villkor i Emir derivat som endast handlas direkt mellan köpare och säljare (*over the counter* – OTC), inklusive derivat som handlas på multilaterala handelsplattformar eller organiserade handelsplattformar, förutsatt att de inte handlas på en reglerad marknad eller på en marknad i ett tredjeland som betraktas som likvärdig med en reglerad marknad.

I enlighet med artikel 52.12 i Mifir handlar denna rapport endast om börshandlade derivat och inte om överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument eller OTC-derivat.

3. BESTÄMMELSER OM ICKE-DISKRIMINERAND TILLTRÄDE I MIFIR

Syftet med bestämmelser om tillträde på transparenta och icke-diskriminerande villkor är att stärka konkurrensen mellan handelsplatser och centrala motparter och i slutändan minska kostnaderna för icke-professionella investerare genom att förhindra diskriminerande praxis som kan förekomma hos både centrala motparter och på handelsplatser.

Artikel 35 i Mifir anger att en central motpart ska bevilja tillträde till handelsplatser på icke-diskriminerande och transparenta villkor för clearing av transaktioner oavsett på vilken handelsplats de utförs. Syftet med tillträde på transparenta och icke-diskriminerande villkor är i detta sammanhang att säkerställa att en handelsplats har rätt till icke-diskriminerande behandling av kontrakt som handlas på dess plattform när det gäller (i) krav på säkerhet, netting av ekonomiskt likvärdiga kontrakt och (ii) korsberäkning av marginalsäkerheter (cross-margining) med korrelerade avtal som clearats av samma centrala motpart. Detta bör ge handelsplatser möjlighet att avgöra vilken eller vilka centrala motparter som får cleara transaktioner som genomförs på deras plattformar.

Artikel 36 i Mifir anger samtidigt att en handelsplats på begäran ska bevilja tillträde på icke-diskriminerande och transparenta villkor till sina transaktionsuppgifter för centrala motparter som vill cleara transaktioner på denna handelsplats.

³ Artikel 29.1 i Mifir.

⁴ Artikel 2.7 i Emir.

⁵ Artikel 2.32 i Mifir.

I Mifir förutsågs dock att tillträde på transparenta villkor till centrala motparter och handelsplatser under vissa omständigheter kan ge upphov till risker och har potentiella nackdelar som kan väga tyngre än de politiska målen att stärka konkurrensen. I detta sammanhang fastställer artiklarna 35 och 36 i Mifir under vilka förhållanden tillträde kan nekas. Den centrala motpartens och handelsplatsens behöriga myndigheter kan därmed neka en viss central motpart eller handelsplats tillträde om tillträdet (i) skulle äventyra marknadernas friktionsfria och korrekta funktionssätt, i synnerhet på grund av fragmentering av likviditeten, eller inverka negativt på systemrisken, eller (ii) skulle kräva en samverkansöverenskommelse (för börshandlade derivat), förutom om den handelsplatsen och de centrala motparter som berörs har samtyckt till denna överenskommelse och om säkerhet genom en tredje part ställts för de risker överenskommelsen medför⁶. Vidare kan tillträde även nekas av centrala motparter och handelsplatser när det skapar betydande otillbörliga risker som inte kan hanteras och som beror på den förväntade transaktionsvolymen, operativ risk och komplexitet eller andra faktorer som skapar otillbörliga risker⁷.

Dessa villkor beskrivs närmare i de tekniska standarderna för tillsyn när det gäller tillträde till handelsplatser och centrala motparters clearingsystem⁸, vilka även omfattar under vilka förhållanden tillträde ska beviljas, anmälningsförfarande och andra krav⁹. Vidare specificerar de tekniska standarderna bland annat de olika typerna av risk, antingen baserat på förväntad transaktionsvolym, operativ risk och komplexitet, eller andra faktorer som skapar betydande otillbörliga risker (t.ex. ny produkt, hot mot den centrala motpartens eller handelsplatsens ekonomiska livskraft, rättslig risk eller oförenlighet mellan handels- och clearingregler).

Mifir inför dessutom specifika bestämmelser för att ta tillräcklig hänsyn till börshandlade derivats komplexitet och de utmaningar som tillträde på transparenta och icke-diskriminerande villkor därmed kan medföra. Börshandlade derivat är komplexa i synnerhet på grund av sina långa löptider och hävstångseffekter.

När det gäller börshandlade derivat ska handelsplatsen eller den centrala motparten lämna ett skriftligt svar inom sex månader, i stället för inom tre månader som för andra finansiella instrument, och göra tillträde möjligt inom tre månader från det att ett positivt svar lämnats på begäran om tillträde. Om en behörig myndighet, handelsplatsen eller den centrala motparten nekar tillträde ska den ge en fullständig motivering av sitt beslut och underrätta relevanta behöriga myndigheter.

Mifir innehåller även övergångsbestämmelser för handelsplatser som erbjuder handel med börshandlade derivat om det årliga nominella handlade beloppet understiger 1 000 000 miljoner euro¹⁰. Dessa behöver inte följa bestämmelserna om tillträde på transparenta och

⁶ Artiklarna 35.1, 35.4 och 36.4 i Mifir.

⁷ Artiklarna 35.6 a och 36.6 a i Mifir.

⁸ Kommissionens delegerade förordning av den 24 juni 2016 om komplettering av förordning (EU) nr 600/2014 avseende tekniska standarder för tillsyn när det gäller tillträde till handelsplatser och centrala motparters clearingsystem.

⁹ Se Esmas mandat att utarbeta förslag till tekniska standarder för tillsyn enligt artiklarna 35.6 och 36.6.

¹⁰ Artikel 36.5 i Mifir.

icke-diskriminerande villkor under en period på trettio månader (under vissa förhållanden upp till sextio månader¹¹) från det att Mifir börjar tillämpas.

Slutligen gäller enligt artikel 52.12 i Mifir och i enlighet med slutsatserna i denna rapport att kommissionen får besluta att undanta börshandlade derivat från tillämpningen av artiklarna 35 och 36 i Mifir under en period på högst 30 månader på grundval av en riskbedömning utförd av Esma i samråd med Europeiska systemrisknämnden. Enligt artikel 54.2 i Mifir gäller vidare att om kommissionen beslutar att inte tillfälligt undanta börshandlade derivat från tillämpningen av artiklarna 35 och 36 i Mifir får en central motpart eller en handelsplats ansöka till sin behöriga tillsynsmyndighet om tillstånd att använda sig av övergångsarrangemang. Den behöriga myndigheten får bedöma vilka risker det skulle innebära för den relevanta centrala motparten eller handelsplatsen att tillämpa tillträde på transparenta och icke-diskriminerande villkor när det gäller börshandlade derivat och besluta att den ska undantas från tillträdesskyldigheten under en övergångsperiod fram till den 3 juli 2020.

4. MARKNADSSTRUKTUREN FÖR BÖRSHANDLADE DERIVAT

Det bör påpekas att Esmas riskbedömning offentliggjordes i april 2016, i en mycket tidig fas av, eller före, tillämpningen av nya tillsynskrav som syftar till att säkerställa att (i) handel med likvida och standardiserade derivat så långt som möjligt genomförs på handelsplatser och (ii) att både relevanta OTC-derivat och börshandlade derivat clearas centralt för att minska systemrisken.

I likhet med Europeiska systemrisknämnden anser Esma att införandet av en skyldighet att handla på en handelsplats enligt artikel 28 i Mifir för OTC-derivat som uppfyller vissa villkor kan förväntas öka antalet derivat som handlas på handelsplatser¹², inbegripet på reglerade marknader. Derivat som förs över till reglerade marknader kommer därför att betraktas som börshandlade derivat och därmed vara föremål för skyldigheten att låta en central motpart clara börshandlade derivat, i enlighet med artikel 29 i Mifir.

Enligt Esmas rön sker merparten av den europeiska derivatmarknaden direkt mellan köpare och säljare. I slutet av juni utgjorde marknaden för börshandlade derivat totalt lite mer än 10 % av den globala derivatmarknaden, som i sig följer en nedåtgående trend sedan 2008¹³. Räknat i nominellt utestående belopp utgörs marknaden för börshandlade derivat huvudsakligen av räntederivat, fördelat på 60 % optioner och 40 % futurekontrakt.

¹¹ Enligt artikel 36.5 i Mifir kan en handelsplats vars årliga nominella handlade belopp i börshandlade derivat under de första trettio månaderna av undantagsperioden understiger tröskelvärdet på 1 000 000 miljoner euro omfattas av ytterligare en undantagsperiod på trettio månader.

¹² Handelsskyldigheten i artikel 28 i Mifir anses uppfyllt om transaktionen genomförs på en reglerad marknad, men också på multilaterala handelsplattformar och organiserade handelsplattformar.

¹³ Se Bank for International Settlements, 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/triensurvstatannex.pdf

Esma's riskbedömning visar också på ett samband mellan den betydande minskningen av det dagliga clearade nominella utestående beloppet för börshandlade derivat under de senaste åren och den gradvisa övergången till instrument med längre löptid.

Esma beskriver vidare den europeiska marknaden för börshandlade derivat som starkt koncentrerad i fråga om både handel och clearing, i kombination med en vertikalt integrerad marknadsinfrastruktur där de dominerande handels- och clearingstrukturerna är en del av samma integrerade företagsgrupper. Den största centrala motparten uttryckt i antal clearade transaktioner i börshandlade derivat 2014 hade en marknadsandel på 58 %, medan de tre största tillsammans hade 90 % av marknaden. Ett antal mindre aktörer delar på de återstående marknadsandelarna.

När marknadsstrukturen bedöms utifrån enskilda tillgångsklasser kommer Esma fram till att marknaden är ännu mer koncentrerad. I termer av handelsvärden svarar en börs för över 70 % av börshandlade aktiederivat och en annan för omkring 80 % av börshandlade obligationsderivat.

När det gäller börshandlade råvaruderivat är situationen delvis en annan – utom för börshandlade energiderivat – eftersom marknaden för börshandlade råvaruderivat kännetecknas av en hög grad av specialisering och liten överlappning mellan handelsplatser och centrala motparter.

Det pågående genomförandet av clearingkravet i Emir på OTC-marknaden har samtidigt redan lett till, och kommer att fortsätta att leda till, att en betydande andel av de derivatkontrakt som handlas direkt mellan köpare och säljare övergår till central clearing. Kommissionen har i enlighet med Esma's tekniska standarder för tillsyn enligt Emir redan antagit delegerade akter för central clearing av ränteswappar (i EUR, GBP, JPY, USD, NOK, PLN och SEK) och indexerade kreditswappar i EUR¹⁴, vilket har överfört omkring 70 % av OTC-derivatmarknaden för dessa tillgångsklasser till clearing¹⁵. Det bör även påpekas att clearingutbudet visserligen är mycket koncentrerat men att sex olika centrala motparter erbjuder clearingtjänster för ränteswappar.

Kommissionen konstaterar att (i) räntederivat utgör huvuddelen av marknaden för börshandlade derivat, (ii) handelsskyldigheten enligt Mifir kan innebära att en del av räntederivaten kommer att omfattas av definitionen av börshandlade derivat, (iii) clearingkravet i Emir redan är tillämpligt på ränteswappar, och (iv) att marknaden för räntederivat, trots marknadskoncentrationen, är uppdelad mellan sex olika centrala motparter. Kommissionen ansluter sig därför till Esma's slutsats att räntederivat är den mest relevanta

¹⁴ Kommissionens delegerade förordning (EU) nr 2015/2205 av den 6 augusti 2015 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 vad gäller tekniska standarder för clearingkravet, Kommissionens delegerade förordning (EU) nr 2016/592 av den 1 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 vad gäller tekniska standarder för clearingkravet, kommissionens delegerade förordning (EU) nr 2016/1178 av den 10 juni 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 vad gäller tekniska standarder för clearingkravet.

¹⁵ Ett gradvist genomförande inleddes den 21 juni 2016; se Esma, *Risk Assessment on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 MiFIR*, 4 april 2016, bild 11, s.10.

tillgångsklassen vid bedömning av följderna av tillämpningen av bestämmelserna om tillträde på transparenta och icke-diskriminerande villkor för börshandlade derivat.

5. RISKBEDÖMNING AV BESTÄMMELSERNA OM TILLTRÄDE PÅ TRANSPARENTA OCH ICKE-DISKRIMINERANDE VILLKOR FÖR BÖRSHANDLADE DERIVAT

Bestämmelserna om tillträde på transparenta villkor i Mifir har ännu inte börjat tillämpas, men Esma rapporterar att vissa centrala motparter och handelsplatser i EES trots detta redan har utvecklat och med framgång tillämpar tillträdesarrangemang för antingen börshandlade derivat eller OTC-derivat¹⁶. Esma anser att de tillträdesarrangemang som tillämpas av marknadsinfrastrukturer i enlighet med Emir-bestämmelserna¹⁷ hittills inte har medfört någon märkbar systemrisk. Detta trots att OTC-derivat generellt är mindre standardiserade och mer komplexa än börshandlade derivat.

I linje med Esmas bedömning anser kommissionen dock att de befintliga tillträdesarrangemangen för börshandlade derivat fortfarande i princip kan skapa risker som skulle kunna äventyra marknadernas friktionsfria och korrekta funktionssätt eller ha en negativ inverkan på systemrisken.

Ur det perspektivet, och med hänsyn till Europeiska systemrisknämndens makroriskbedömning, framhåller Esma ett antal potentiella risker som kan uppkomma genom tillämpningen av bestämmelserna för tillträde på transparenta och icke-diskriminerande villkor för börshandlade derivat enligt Mifir.

5.1 Risk på grund av tillträde på transparenta och icke-diskriminerande villkor för centrala motparter

Tillträde till centrala motparter på transparenta och icke-diskriminerande villkor kommer att säkerställa att handelsplatser kan få sina transaktioner clearade hos vilken central motpart de vill. Detta är särskilt relevant mot bakgrund av den förväntade tillämpningen av handelsskyldigheten, som kommer att leda till att många OTC-derivat kommer att omfattas av Mifir-bestämmelserna om tillträde på transparenta och icke-diskriminerande villkor och kan innebära att nya handelsplatser träder in som inte har tillträde till vertikalt integrerade centrala motparter. Såsom Esma beskriver i sin riskbedömning är handels- och clearingkostnader nära sammankopplade. Kostnaden för att handla på en handelsplats bedöms gemensamt av marknadsdeltagarna tillsammans med åtföljande clearingkostnader. En handelsplats kan inte vara konkurrenskraftig om den inte kan erbjuda attraktiva clearingkostnader. Utan dessa bestämmelser skulle nya handelsplatser och handelsplatser som inte är vertikalt integrerade hindras från att komma in på marknaden och därmed inte kunna främja en mer konkurrensutsatt och mindre koncentrerad marknad.

¹⁶ Se Esma, *Risk Assessment on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 MiFIR*, 4 april 2016, bild 2, s.16.

¹⁷ Artiklarna 7 och 8 i Emir.

Koncentrationsrisk

Med hänsyn till dessa mål delar kommissionen Esmas syn att en av de största riskerna i samband med bestämmelserna om tillträde på transparenta och icke-diskriminerande villkor för börshandlade derivat är en ny koncentrationsrisk (att det uppstår en "felkritisk systemdel"). Enligt detta riskscenario skulle möjligheten för handelsplatser att välja sin centrala motpart kunna leda till en situation där den mest attraktiva centrala motparten för ett visst börshandlat derivat eller för en viss tillgångsklass blir den enda platsen för central clearing. Denna situation skulle även kunna uppstå om marknadsdeltagare väljer en enda (den största) centrala motparten för att maximera nettnings effektiviteten och minska kraven på säkerhet.

Med tanke på konkurrensen och marknadens struktur och dynamik är det dock osannolikt att detta scenario skulle inträffa. Esmas framhåller särskilt att risken för att den centrala motparten skulle höja clearingavgifterna för alla sina clearingmedlemmar till en punkt där den inte längre skulle vara attraktiv för motparter torde avskräcka från en sådan förskjutning av clearingen till en enda central motpart. Dessutom skulle en stark koncentration exponera det finansiella systemet för en felkritisk systemdel, vilket kan få systemomfattande följder och göra det omöjligt för marknadsdeltagarna att i händelse av fallissemang effektivt flytta sina positioner till en annan central motpart.

Kommissionen är också enig med Europeiska systemrisknämnden och Esmas om att clearingmarknaden redan är starkt koncentrerad i EU genom att vissa börshandlade derivat eller tillgångsklasser clearas uteslutande eller huvudsakligen hos en central motpart. Oberoende av bestämmelserna om tillträde på transparenta och icke-diskriminerande villkor kan det till och med förväntas att koncentrationen kan komma öka ytterligare i framtiden som en följd av "den naturliga kommersiella tillväxten av en central motparts verksamhet när dess tjänster framgångsrikt motsvarar marknadsdeltagarnas preferenser"¹⁸.

Tvärtom skulle det kunna hävdas att den befintliga koncentrationen kan förklaras med de befintliga hinder för inträde på marknaden som reglerna om tillträde på transparenta och icke-diskriminerande villkor är avsedda att minska. Om centrala motparter kan begära tillträde till handelsplatser enligt bestämmelserna om tillträde på transparenta och icke-diskriminerande villkor i Mifir minskar i själva verket hindren för dem att ta sig in på marknaden.

Kommissionen konstaterar att Emir och Mifir innehåller skyddsåtgärder för att hantera denna koncentrationsrisk. För det första regleras centrala motparter enligt Emir av relevanta behöriga myndigheter som fastställer uppföranderegler, tillsyns- och makrotillsynsregler för centrala motparter. För det andra ger Mifir behöriga myndigheter befogenhet att neka centrala motparter tillträde om detta skulle äventyra marknadernas friktionsfria och korrekta funktionssätt, ha en negativ inverkan på systemrisken eller kräva en samverkansöverenskommelse.

¹⁸ Europeiska systemrisknämndens svar till Esmas när det gäller att tillfälligt undanta börshandlade derivat från artiklarna 35 och 36 i Mifir av den 9 februari 2016, https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/160210_ESRB_response.pdf?b34727f97ef6c1ef3a9fd58f3d67035e s.4.

Operativ risk

En annan viktig uppsättning risker är de otillbörliga risker som den centrala motparten inte kan klara av och som beror på förväntad transaktionsvolym, operativ risk och komplexitet eller andra faktorer som skapar otillbörliga risker¹⁹. Esma anser att dessa risker potentiellt kan öka systemrisken genom att påverka medlemmar som genomför clearing hos andra centrala motparter.

Parallellt med kraven på organisation, uppförande och stabilitet i avdelning IV i Emir tillåter Mifir centrala motparter att neka tillträde om de efter att ha gjort alla rimliga ansträngningar att hantera riskerna drar slutsatsen att det finns betydande otillbörliga risker som inte kan hanteras²⁰.

Med hänsyn till övervägandena ovan anser kommissionen att bestämmelserna i Mifir om tillträde på transparenta och icke-diskriminerande villkor till centrala motparter för börshandlade derivat totalt sett sannolikt kommer att ha en positiv inverkan på marknaden. Där potentiella risker på grund av sådana bestämmelser inte kan ignoreras anser kommissionen dessutom att Mifir och Emir redan har starka skyddsåtgärder som motverkar otillbörliga operativa risker för centrala motparter och ökad systemrisk.

5.2 Risker på grund av tillträde på transparenta och icke-diskriminerande villkor för handelsplatser

Tillträde till handelsplatser på transparenta och icke-diskriminerande villkor gör det möjligt för centrala motparter att clara transaktioner som genomförs på deras föredragna handelsplatser. Utöver att främja ökad konkurrens syftar denna bestämmelse till att ge de handlande medlemmarna på en handelsplats möjlighet att välja hos vilken central motpart de vill clara sina transaktioner, även när den centrala motparten och handelsplatsen är vertikalt integrerade i samma grupp.

Detta kan vara särskilt gynnsamt för marknadsdeltagare som vill maximera nettnings effektiviteten och minska kraven på säkerhet för sina positioner på olika handelsplatser.

Ur ett finansiellt stabilitetsperspektiv är kommissionen dessutom ense med Esma och Europeiska systemrisknämnden om att en miljö med flera centrala motparter bidrar till att minska systemrisken genom att stärka substitutionsmöjligheten i händelse av fallissemang. Om en central motpart som är kopplad till en handelsplats är i trångmål skulle de övriga centrala motparter som är anslutna till den handelsplatsen kunna fortsätta att clara dess transaktioner.

¹⁹ Artikel 35.6 a i Mifir.

²⁰ Avdelning 1, artiklarna 1 till 4, i kommissionens delegerade förordning av den 24 juni 2016 om komplettering av förordning (EU) nr 600/2014 av den 24 juni 2016 med avseende på tekniska standarder för tillsyn för tillträde till handelsplatser och centrala motparters clearingsystem.

Risker i samband med samverkansöverenskommelser

Artikel 2 i Emir definierar en samverkansöverenskommelse som en överenskommelse mellan två eller flera centrala motparter som innebär att transaktioner verkställs med hjälp av flera system. Sådana överenskommelser syftar till att säkerställa att två eller fler centrala motparter kan klara exponeringar mot varandra som är en följd av den process de använder för att netta sina deltagares transaktioner mellan de sammankopplade centrala motparterna.

Utan en samverkansöverenskommelse skulle medlemmar som har positioner hos olika centrala motparter drabbas av nettningssineffektivitet, högre krav på säkerhet och fragmentering av likviditeten. Detta skulle minska marknadsdeltagarnas intresse för en miljö med flera centrala motparter. Ur ett systemriskperspektiv betonar Esmas rapport att ett sådant scenario dessutom skulle förstärka procyklaliteten på ett negativt sätt.

De flesta av de risker som beskrivs ovan skulle försvinna om olika centrala motparter som är anslutna till en handelsplats skulle använda samverkansöverenskommelser, men kommissionen noterar Europeiska systemrisknämndens stora oro över den risk som skulle kunna uppstå om sådana samverkansöverenskommelser ökar i och med tillämpningen av tillträde på transparenta och icke-diskriminerande villkor för börshandlade derivat. Samverkansöverenskommelserna enligt Emir är faktiskt endast tillämpliga på överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument. Esmas och Europeiska systemrisknämnden varnar vidare för att användning av samverkansöverenskommelser när det gäller börshandlade derivat kan bidra till en betydande komplexitet och risk på grund av derivats egenskaper och kan ha negativa följder för den övergripande hanteringen av operativ risk på central motparts nivå.

Kommissionen anser dock att Mifir innehåller lämpliga skyddsåtgärder för att minska dessa risker. För det första gäller enligt artikel 36.4 a att de behöriga myndigheterna ska neka den centrala motparten tillträde om detta skulle kräva en sådan samverkansöverenskommelse. Därmed skulle en samverkansöverenskommelse endast kunna upprättas mellan olika centrala motparter om handelsplatsen har samtyckt till detta. För det andra gäller att om samverkansöverenskommelsen skulle äventyra marknadens friktionsfria och korrekta funktionssätt ska de behöriga myndigheterna också neka handelsplatsen tillträde.

Operativ risk

Mifir tar även upp operativa risker som är en följd av komplexiteten i den förväntade transaktionsvolymen och andra faktorer som skapar betydande otillbörliga risker.

Enligt artikel 36.6 i Mifir och bestämmelserna i de tekniska standarderna för tillsyn för tillträde till clearingsystem när det gäller handelsplatser och centrala motparter²¹, får handelsplatsen neka tillträde.

²¹ Avdelning 2, artiklarna 5 till 8, i kommissionens delegerade förordning av den 24 juni 2016 om komplettering av förordning (EU) nr 600/2014 av den 24 juni 2016 med avseende på tekniska standarder för tillsyn för tillträde till handelsplatser och centrala motparters clearingsystem.

6. SLUTSATSER

Kommissionen konstaterar att bestämmelserna i Emir om tillträde på transparenta och icke-diskriminerande villkor redan gäller för OTC-derivat, överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument utan tillfälliga undantag. Enligt Esmas bedömning förefaller dessa arrangemang inte ha orsakat någon märkbar systemrisk. I detta avseende är det värt att notera att OTC-derivat generellt är mindre standardiserade och mer komplexa än börshandlade derivat. Därmed kan det förväntas att genomförandet av bestämmelserna i Mifir om tillträde på transparenta och icke-diskriminerande villkor för börshandlade derivat inte behöver ge upphov till mer komplexitet än för OTC-derivat.

Tillämpningen av tillträde på transparenta och icke-diskriminerande villkor för börshandlade derivat enligt Mifir kan ändå leda till risker som potentiellt skulle kunna äventyra marknadernas friktionsfria och korrekta funktionssätt och ha en negativ inverkan på systemrisken. I denna rapport beskrivs närmare bestämt ett antal potentiella risker, i synnerhet risker i samband med (i) koncentrationen av handels- och clearingverksamhet i vertikalt integrerade grupper och (ii) den potentiella ökningen av samverkansöverenskommelser som skulle göra den övergripande riskhanteringen för samverkande centrala motparter betydligt mer komplex.

Efter att ha granskat dessa risker anser kommissionen att det nuvarande regelverket i Mifir och Emir tar hänsyn till de potentiella risker som har identifierats på ett adekvat sätt. Utöver behöriga myndigheters reglering fastställer Emir uppföranderegler, tillsynsregler och makrotillsynsregler för centrala motparter. Mifir ger samtidigt centrala motparter, handelsplatser och relevanta myndigheter möjlighet att neka den relevanta infrastrukturen tillträde, på det sätt som beskrivs i de tekniska standarderna för tillsyn för tillträde till handelsplatsers och centrala motparters clearingsystem, om den centrala motparten, handelsplatsen eller marknaden skulle utsättas för potentiell risk.

På denna grundval drar kommissionen slutsatsen att det inte är nödvändigt att tillfälligt undanta börshandlade derivat från tillämpningen av artiklarna 35 och 36 i Mifir.