COMISIA
EUROPEANĂ

Bruxelles, 12.4.2021
COM(2021) 172 final

RAPORT AL COMISIEI CĂTRE PARLAMENTUL EUROPEAN ȘI CONSILIU

cu privire la oportunitatea exceptării tranzacțiilor care rezultă direct din serviciile de reducere a riscurilor posttranzacționare de la obligația de compensare pentru instrumentele financiare derivate extrabursiere în temeiul EMIR

RAPORT AL COMISIEI CĂTRE PARLAMENTUL EUROPEAN ȘI CONSILIU

cu privire la oportunitatea exceptării tranzacțiilor care rezultă direct din serviciile de reducere a riscurilor posttranzacționare de la obligația de compensare pentru instrumentele financiare derivate extrabursiere în temeiul EMIR

1. Introducere

Articolul 85 alineatul (3) litera (c) din Regulamentul (UE) nr. 648/2012 privind instrumentele financiare derivate extrabursiere, contrapărțile centrale și registrele centrale de tranzacții[1] (EMIR), astfel cum a fost modificat prin Regulamentul (UE) 2019/834 (EMIR REFIT)[2], impune Comisiei obligația să prezinte Parlamentului European și Consiliului rapoarte cu privire la oportunitatea exceptării tranzacțiilor care rezultă direct din serviciile de reducere a riscurilor posttranzacționare (serviciile PTRR), inclusiv comprimarea portofoliului, de la obligația de compensare menționată la articolul 4 alineatul (1) din EMIR. Raportul ar trebui să ia în considerare măsura în care serviciile respective atenuează riscul, mai ales riscul de credit al contrapărții și riscul operațional, potențialul de eludare a obligației de compensare și posibilul efect de descurajare a compensării centrale.

Prezentul raport ia în considerare contribuțiile primite într-un raport al Autorității Europene pentru Valori Mobiliare și Piețe (ESMA), răspunsurile părților interesate la consultarea publică efectuată de ESMA și discuțiile cu părțile interesate. Raportul ESMA a fost adoptat la 10 noiembrie 2020[3]; acesta a fost elaborat în cooperare cu Comitetul european pentru risc sistemic (CERS)[4] și ține cont de rezultatele unei consultări publice[5].

2. Ce sunt serviciile de reducere a riscurilor posttranzacționare?

Nu există o definiție armonizată sau larg răspândită a serviciilor PTRR. Cu toate acestea, există unele caracteristici comune care ar permite descrierea, în mod neexhaustiv, a serviciilor PTRR ca fiind proceduri sau mecanisme prin care contrapărțile reduc unul sau mai multe tipuri de riscuri aferente unui portofoliu, menținând o expunere la piață neutră și cu intervenția unui furnizor de servicii PTRR în calitate de terț.

Singurul serviciu PTRR definit în legislația europeană este comprimarea portofoliului, definită ca fiind „*un serviciu de reducere a riscurilor prin care două sau mai multe*

---

1 JO L 201, 27.7.2012, p. 1.

2 JO L 142, 28.5.2019, p. 42.

3 ESMA, raport către Comisia Europeană, „Raport privind serviciile de reducere a riscurilor posttranzacționare în ceea ce privește obligația de compensare” [EMIR, articolul 85 alineatul (3a)], 10 noiembrie 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu).

4 CERS, avizul CERS referitor la raportul ESMA privind serviciile de reducere a riscurilor posttranzacționare în ceea ce privește obligația de compensare [EMIR, articolul 85 alineatul (3a)], 12 iunie 2020, avizul CERS referitor la raportul ESMA privind serviciile de reducere a riscurilor posttranzacționare în ceea ce privește obligația de compensare (europa.eu).

5 ESMA, document de consultare, „Raport privind serviciile de reducere a riscurilor posttranzacționare în ceea ce privește obligația de compensare” [EMIR, articolul 85 alineatul (3a)], 26 martie 2020, ESMA70-151-2852, esma70-151-2852_consultation_report_ptrr_services_-_article_853a_of_emir.pdf (europa.eu).

contrapărți reziliază integral sau parțial o parte a instrumentelor financiare derivate sau toate instrumentele financiare derivate înaintate de contrapărțile respective în vederea includerii în comprimarea portofoliului și înlocuiesc instrumentele financiare derivate reziliate cu un alt instrument financiar derivat a cărui valoare nominală combinată este inferioară valorii nominale combinate a instrumentelor financiare derivate reziliate"[6].

ESMA s-a axat pe două servicii PTRR: comprimarea portofoliului și reechilibrarea portofoliului. ESMA rezumă principalele caracteristici ale acestora (a se vedea tabelul de mai jos) în raportul său.

	Comprimarea portofoliului	**Echilibrarea portofoliului**
Scopul principal	În principiu, reducerea valorii noționale în derulare și a numărului de tranzacții și, prin urmare, a riscului operațional.	Reducerea riscului de credit al contrapărții.
Mecanismul	Rezilierea totală sau parțială a tranzacțiilor și (în cele din urmă) înlocuirea instrumentelor financiare derivate reziliate cu noi tranzacții, adesea cu valori noționale mai mici.	Introducerea de noi tranzacții pentru a reduce riscul asociat portofoliului. Nicio tranzacție nu este reziliată și substituită, iar valoarea noțională crește, mai degrabă decât să scadă.
Portofoliul-suport	Portofoliu compensat sau necompensat.	Portofolii necompensate sau mixte.
Neutralitatea față de piață	Tranzacțiile sunt executate aplicând toleranțe simetrice tuturor participanților.	Neutralitatea față de piață este asigurată prin introducerea unor expuneri de cumpărare și de vânzare în cuantumuri egale.

Pe baza raportului ESMA către Comisia Europeană privind serviciile de reducere a riscurilor posttranzacționare în ceea ce privește obligația de compensare [EMIR, articolul 85 alineatul (3a)], 10 noiembrie 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), p. 14.

Acest lucru ridică o serie de semne de întrebare. În primul rând, descrierile comprimării portofoliului și reechilibrării portofoliului din raportul ESMA sunt ample și descriptive.

[6] Articolul 2 alineatul (1) punctul 47 din Regulamentul (UE) nr. 600/2014 al Parlamentului European și al Consiliului din 15 mai 2014 privind piețele instrumentelor financiare și de modificare a Regulamentului (UE) nr. 648/2012, JO L 173, 12.6.2014, p. 84.

Cu toate acestea, orice eventuală exceptare ar trebui să fie integrată cu grijă. De asemenea, este neclar cum se raportează aceste descrieri la definiția comprimării portofoliului din acquis. În al doilea rând, deși serviciile PTRR datează de mai mulți ani, ele sunt încă în curs de dezvoltare. Mai mult, aceste servicii nu sunt folosite în mod izolat, ci pot fi, și adesea sunt, combinate. De exemplu, pare o practică obișnuită ca portofoliile de instrumente financiare derivate extrabursiere să fie comprimate în urma exercițiilor de reechilibrare a portofoliului și să se utilizeze, astfel, ambele servicii în combinație. Acest lucru poate modifica efectele, inclusiv pe cele examinate în prezentul raport, Cu cât sunt mai mari toleranțele la risc aplicate la comprimarea portofoliului, cu atât un exercițiu care în mod tipic este neutru din punctul de vedere al riscului își modifică caracteristicile și poate avea efecte similare reechilibrării portofoliului.

3. Raportul ESMA

Raportul ESMA se axează pe comprimarea portofoliului și pe optimizarea/reechilibrarea portofoliului. Concluzia raportului este că atât comprimarea portofoliului, cât și optimizarea/reechilibrarea portofoliului sunt instrumente utile pentru gestionarea riscurilor, atât în cazul portofoliilor compensate, cât și al celor necompensate.

Conform ESMA, cifrele actuale privind comprimarea nu permit evaluarea măsurii în care obligația de compensare a afectat serviciile PTRR, întrucât acestea sunt efectuate în conformitate cu cerințele de reglementare existente. ESMA consideră că acest lucru implică faptul că la comprimare și reechilibrare sunt utilizate tranzacții mai complexe, pentru a se evita obligația de compensare.

ESMA concluzionează, de asemenea, că exceptarea anumitor tranzacții care rezultă din comprimarea portofoliului și din exercițiile de reechilibrare ar contribui la creșterea gradului de utilizare a acestor servicii PTRR și la reducerea riscurilor. ESMA consideră că o astfel de exceptare ar permite ca tranzacțiile istorice să fie comprimate mai ușor, ar spori participarea la serviciile PTRR a contrapărților care în prezent sunt mai puțin interesate să participe și ar reduce complexitatea pieței prin utilizarea unor tranzacții mai simple pentru reechilibrare.

ESMA consideră că, în absența unor dovezi sau a unor argumente contrare convingătoare, efectele pozitive depășesc, printre altele, sarcina operațională sporită asupra participanților la piață și a autorităților de reglementare, precum și creșterea riscului brut la nivelul seturilor de compensare necompensate (în cazul reechilibrării portofoliului). ESMA observă, de asemenea, că simpla introducere a exceptării tranzacțiilor PTRR de la obligația de compensare atunci când acestea sunt legate de portofolii de tranzacții necompensate nu ar reduce volumul tranzacțiilor compensate cu CPC, deoarece într-un alt scenariu aceste tranzacții nu ar exista. Conform ESMA, riscul de la nivelul portofoliilor ar fi compensat în prezent prin utilizarea de instrumente care nu fac obiectul obligației de compensare. Prin urmare, ESMA consideră că o exceptare de la obligația de compensare ar permite compensarea riscului prin contracte standardizate care altfel ar intra sub incidența obligației de compensare și care sunt mai puțin riscante decât

instrumentele utilizate în prezent. La rândul său, acest lucru ar reduce riscul de portofolii necompensate comprimate sau reechilibrate.

Pentru a evita utilizarea abuzivă a unei astfel de exceptări de la obligația de compensare, ESMA sugerează o serie de cerințe pentru furnizarea serviciilor PTRR[7], precum și anumite condiții pentru a beneficia de exceptarea de la obligația de compensare, făcându-se distincție între condițiile pentru comprimarea portofoliului, pe de o parte[8], și cele pentru reechilibrarea portofoliului, pe de altă parte[9]. Exceptarea sugerată este, prin urmare, mai restrânsă în ceea ce privește comprimarea portofoliului, în cazul căreia exceptarea de la obligația de compensare ar trebui să se aplice numai tranzacțiilor PTRR care rezultă direct din comprimarea tranzacțiilor necompensate (în principal tranzacții istorice, și anume, tranzacții care sunt necompensate în prezent, dar care ar face, din punct de vedere tehnic, obiectul obligației de compensare și al tranzacțiilor de reechilibrare). În cazul reechilibrării portofoliului, exceptarea ar avea o aplicabilitate mai largă, ESMA propunând exceptarea tranzacțiilor care rezultă din reechilibrarea portofoliilor necompensate, precum și a celor care rezultă din portofolii mixte care constau în tranzacții compensate la nivel central și necompensate. Această aplicabilitate mai largă a exceptării ar permite gestionarea riscurilor la nivelul tuturor portofoliilor, afectând instrumentele financiare derivate extrabursiere care sunt deja compensate la nivel central.

4. Evaluarea realizată de către Comisie

Pentru a lua o decizie în cunoștință de cauză cu privire la oportunitatea exceptării tranzacțiilor care rezultă în mod direct din serviciile PTRR de la obligația de compensare, articolul 85 alineatul (3) litera (c) din EMIR îi impune Comisiei obligația să ia în considerare următoarele trei aspecte:

a) măsura în care serviciile PTRR atenuează riscul, mai ales riscul de credit al contrapărții și riscul operațional;
b) potențialul de eludare a obligației de compensare dacă s-ar acorda o exceptare;
c) posibilul efect de descurajare a compensării centrale dacă s-ar acorda o exceptare.

În plus, având în vedere faptul că obligația de compensare a fost introdusă în urma unui angajament internațional la nivelul G20 de a contribui la creșterea siguranței și a rezilienței piețelor, prezentul raport analizează și dovezile cantitative cu privire la

[7] ESMA, raport către Comisia Europeană, „Raport privind serviciile de reducere a riscurilor posttranzacționare în ceea ce privește obligația de compensare” [EMIR, articolul 85 alineatul (3a)], 10 noiembrie 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), capitolul 8.1, punctul 332.

[8] ESMA, raport către Comisia Europeană, „Raport privind serviciile de reducere a riscurilor posttranzacționare în ceea ce privește obligația de compensare” [EMIR, articolul 85 alineatul (3a)], 10 noiembrie 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), capitolul 8.2, punctele 333-338.

[9] ESMA, raport către Comisia Europeană, „Raport privind serviciile de reducere a riscurilor posttranzacționare în ceea ce privește obligația de compensare” [EMIR, articolul 85 alineatul (3a)], 10 noiembrie 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), capitolul 8.3, punctele 339-347.

beneficiile aduse de serviciile PTRR, precum și cu privire la eventualele noi riscuri care ar putea fi cauzate de introducerea unei astfel de exceptări.

a. Măsura în care serviciile PTRR atenuează riscul, mai ales riscul de credit al contrapărții și riscul operațional

Se consideră, în general, că serviciile PTRR vizează reducerea riscului la nivelul portofoliului global și că toate tranzacțiile de reducere a riscurilor trebuie să reducă riscul bilateral din cadrul portofoliului în care sunt înregistrate.

În primul rând, în ceea ce privește comprimarea portofoliului, ESMA indică faptul că aceste servicii vizează reducerea numărului de contracte, a valorii noționale brute sau a altor indicatori ai riscului, fără a afecta în mod semnificativ riscul de piață al portofoliului. S-ar putea ca prin reducerea numărului de tranzacții, a elementelor-rând și/sau a expunerii noționale dintre contrapărți să se reducă, în ultimă instanță, riscurile sistemice. Acest lucru este în concordanță cu activitatea desfășurată la nivel internațional, de exemplu, Organizația Internațională a Comisiilor de Valori Mobiliare (IOSCO) descrie rezultatul comprimării ca fiind „*un risc operațional mai redus pentru participanții individuali la piață, care, la rândul său, poate diminua riscul sistemic și poate consolida stabilitatea globală a pieței financiare*”[10].

Rolul comprimării portofoliului este recunoscut în EMIR. Articolul 11 alineatul (1) litera (b) din EMIR, coroborat cu articolul 14 din Regulamentul delegat (UE) nr. 149/2013 al Comisiei [11], recunoaște că prin comprimarea portofoliului se atenuează riscul și impune obligația comprimării portofoliului în cazul instrumentelor financiare derivate extrabursiere care nu sunt compensate la nivel central. La considerentul 30 din regulamentul delegat se precizează de asemenea: „*Comprimarea portofoliului poate fi, de asemenea, un instrument eficient de atenuare a riscurilor, în funcție de circumstanțe cum ar fi dimensiunea portofoliului de tranzacții cu o anumită contraparte, data scadenței, scopul și gradul de standardizare al contractelor derivate extrabursiere. Contrapărțile financiare și nefinanciare care au un portofoliu de contracte derivate extrabursiere care nu sunt compensate prin CPC după depășirea nivelului stabilit prin prezentul regulament ar trebui să dispună de proceduri de analizare a posibilității de utilizare a comprimării portofoliului care să le permită să își reducă riscul de credit al contrapărții.*”

În al doilea rând, ESMA indică faptul că reechilibrarea portofoliului vizează reducerea dezechilibrelor din cadrul portofoliilor cauzate de imposibilitatea de a

[10] FR09/2015, 28 ianuarie 2015, p. 13, FR01/2015 „Risk Mitigation Standards for Non-centrally Cleared OTC Derivatives” (Standarde de diminuare a riscului pentru instrumentele financiare derivate extrabursiere care nu sunt compensate la nivel central) (iosco.org).

[11] Regulamentul delegat (UE) nr. 149/2013 al Comisiei din 19 decembrie 2012 de completare a Regulamentului (UE) nr. 648/2012 al Parlamentului European și al Consiliului în ceea ce privește standardele tehnice de reglementare referitoare la dispozițiile în materie de compensare indirectă, obligația de compensare, registrul public, accesul la un loc de tranzacționare, contrapărțile nefinanciare și tehnicile de atenuare a riscurilor pentru contractele derivate extrabursiere care nu sunt compensate prin CPC, JO L 52, 23.2.2013, p. 11.

compensa expunerile de credit aferente tranzacțiilor compensate cu tranzacțiile bilaterale între diferite clase de active care nu sunt eligibile pentru compensare. Ca atare, reechilibrarea portofoliului se bazează pe noile contracte derivate extrabursiere încheiate pentru a reduce riscul de contraparte prin diminuarea unui anumit risc (și anume, riscul de rată a dobânzii sau riscul valutar) identificat între două contrapărți, fără a modifica tranzacțiile din portofoliul-suport. Participanții la piață consideră că aceasta este o modalitate de a reduce riscul sistemic prin reducerea expunerii globale pe piață între contrapărți.

Cu toate acestea, capacitatea ambelor servicii de a reduce riscurile este limitată din anumite puncte de vedere. Exercițiile de reechilibrare nu ar reduce neapărat riscurile operaționale, întrucât noile contracte derivate extrabursiere încheiate (și exceptate de la obligația de a rămâne în sfera bilaterală) ar putea crea riscuri operaționale suplimentare. Mai mult, chiar și atunci când utilizarea instrumentelor financiare derivate extrabursiere „plain vanilla" în locul instrumentelor financiare derivate mai complexe pentru a înlocui sau a modifica tranzacțiile într-un exercițiu de reechilibrare a portofoliului reduce riscul în spațiul necompensat, partea respectivă din instrumentele financiare derivate extrabursiere nu ar fi gestionată de CPC-uri, ceea ce ar putea crește riscul în ansamblul sistemului. Dacă ar fi exceptate de la obligația de compensare, instrumentele financiare derivate extrabursiere în cauză nu ar beneficia de gestionarea riscurilor pe care o oferă compensarea centrală. Acest lucru ar putea spori riscul global în spațiul compensat la nivel central și în spațiul necompensat, privite împreună, chiar și atunci când riscul în spațiul necompensat ar fi fost redus într-o anumită măsură prin exercițiul de reechilibrare.

Datele furnizate de ESMA reflectă utilizarea pe scară largă a comprimării portofoliului și a reechilibrării portofoliului în sectorul de profil. Cu toate acestea, raportul nu cuantifică diminuarea riscului (riscul de credit al contrapărții și riscul operațional) oferită de serviciile respective. Evaluarea se bazează pe o estimare teoretică aprofundată și nu pe date empirice, care ar permite o analiză mai holistică și identificarea eventualelor transferuri ale riscurilor. Ar trebui recunoscut faptul că o astfel de evaluare nu este ușoară, dat fiind că încă nu a fost introdusă o exceptare, însă o evaluare cantitativă a unor exceptări similare aplicate în țări terțe, la care ESMA face trimitere în anexa la raportul său, ar putea oferi mai multă claritate. Cu toate că reechilibrarea portofoliului diminuează riscul în cadrul portofoliilor reechilibrate, atunci când se adoptă o perspectivă mai sistemică, diminuarea globală a riscului pare dificil de evaluat. Deși ESMA a furnizat o analiză teoretică solidă a eventualelor probleme și a pus la dispoziție o serie de date privind utilizarea acestor servicii, nu este (încă) suficient de clar că avantajele exceptării tranzacțiilor care rezultă din serviciile PTRR de la obligația de compensare depășesc riscurile potențiale.

b. Potențialul de eludare a obligației de compensare

Conform articolului 85 alineatul (3) litera (c) din EMIR, în raportul Comisiei Europene trebuie să se analizeze dacă o exceptare de la obligația de

compensare pentru serviciile PTRR are potențialul de eludare a obligației de compensare.

Pe de o parte, ESMA subliniază faptul că serviciile PTRR evită în prezent obligația de compensare asigurându-se că tranzacțiile rezultate nu intră într-o categorie de instrumente financiare derivate extrabursiere care face obiectul obligației de compensare, de exemplu, prin utilizarea de swaptionuri mai complicate în locul instrumentelor financiare derivate „plain vanilla". Dacă instrumentele financiare derivate rezultate în urma serviciilor PTRR ar fi exceptate de la obligația de compensare în viitor, contrapărțile implicate în serviciile PTRR ar putea utiliza aceste instrumente mai simple și mai standardizate. ESMA consideră că este puțin probabil ca o astfel de exceptare să conducă la eludarea obligației de compensare întrucât, în lipsa exceptării, astfel de contracte derivate nu ar fi fost încheiate. Doar exceptarea ar face posibilă utilizarea acestora în scopuri legate de PTRR în spațiul care nu este compensat la nivel central. ESMA consideră că tranzacțiile cu instrumente financiare derivate de acest tip sunt pur și simplu „administrative". Acestea nu ar fi încheiate din niciun alt motiv. Conform ESMA, o exceptare nu ar stimula participanții la piață să utilizeze această tehnică pentru a evita compensarea la nivel central, deoarece nu ar afecta instrumentele financiare derivate extrabursiere cărora li se aplică obligația de compensare, rezultate din activitățile obișnuite de tranzacționare.

Pe de altă parte, anumite părți interesate remarcă faptul că o exceptare de la obligația de compensare ar crea posibilități semnificative de arbitraj de reglementare și de tranzacționare „inteligentă" pentru a exclude instrumentele financiare derivate extrabursiere aflate în prezent în portofolii compensate și a le aduce în spațiul necompensat. Acest lucru ar funcționa ca un stimulent pentru eludarea obligației de compensare, antrenând o creștere, și nu o scădere a riscului.

Pentru a evita orice astfel de eludare a obligației de compensare, ESMA recomandă elaborarea unor condiții de exceptare de la obligația de compensare. Astfel de condiții ar putea limita exceptarea anumitor instrumente financiare derivate extrabursiere, de exemplu tranzacțiile istorice, sau a anumitor servicii PTRR. De asemenea, ESMA sugerează introducerea anumitor cerințe pentru serviciile PTRR, de exemplu, ca acestea să fie neutre din punctul de vedere al riscului de piață, să reducă riscul bilateral în portofoliul în care sunt înregistrate și să fie realizate de un furnizor de servicii independent.

Cu toate că cerințele și condițiile de exceptare de la obligația de compensare pe care le propune ESMA ar putea limita posibilitățile de utilizare a unei astfel de exceptări pentru a eluda obligația de compensare, este necesară o analiză suplimentară. În special, ideea includerii portofoliilor mixte de instrumente financiare derivate extrabursiere (compensate la nivel central și necompensate) în serviciile de reechilibrare a portofoliului care beneficiază de exceptarea de la obligația de compensare și a combinării serviciilor PTRR din spațiul necompensat cu tranzacții care să transfere riscul către compensarea la nivel central (a se vedea sfârșitul

secțiunii 3) ar modifica relația dintre spațiul compensat la nivel central și cel necompensat și faptul că ar trebui utilizate instrumente diferite de diminuare a riscurilor în spațiul compensat central și în spațiul necompensat.

Ar trebui avută în vedere, totodată, și o analiză suplimentară a posibilelor transferuri de lichiditate din spațiul compensat la nivel central către spațiul necompensat.

c. Posibilul efect de descurajare a compensării centrale

Piața este împărțită în ceea ce privește posibilul efect de descurajare a compensării centrale pe care l-ar putea avea o exceptare de la obligația de compensare pentru tranzacțiile care rezultă din serviciile PTRR. Prin urmare, ESMA concluzionează că, deși nu există nicio dovadă că ar exista un risc de descurajare a obligației de compensare, acest lucru ar trebui monitorizat cu atenție pentru a se asigura că, în eventualitatea în care s-ar concretiza vreun risc, acesta ar putea fi abordat prin noi reglementări și/sau măsuri de supraveghere.

Dacă, în viitor, exceptarea de la obligația de compensare ar reprezenta o opțiune mai ieftină în ceea ce privește costurile de capital și de marjă pentru acoperirea împotriva riscurilor a tranzacțiilor din spațiul bilateral, acest lucru ar putea genera un efect de descurajare a compensării la nivel central. În aceste condiții, compensarea exclusiv bilaterală ar putea fi cu atât mai rentabilă, în ceea ce privește costurile de capital și de marjă, cu cât setul de compensare ar fi mai mare.

Compensarea centrală voluntară arată că acest posibil efect de descurajare nu dispare complet: este destul de evident că acele contrapărți care ar putea compensa la nivel central un instrument financiar derivat extrabursier, dar care aleg să nu facă acest lucru, iau această decizie deoarece compensarea bilaterală se justifică din punct de vedere economic pentru ele. Mai mult, o eventuală reducere a lichidității ar descuraja participarea la compensarea centrală.

Impactul serviciilor PTRR în ceea ce privește un posibil efect de descurajare a compensării este neconcludent. Având în vedere opiniile divergente ale părților interesate, precum și raportul ESMA, ar fi binevenită o analiză mai aprofundată realizată de ESMA, în special cu privire la impactul asupra stimulentelor pentru a recurge la compensarea la nivel central, care sunt mai puternice atunci când există mai multă lichiditate în spațiul compensat la nivel central.

5. Concluzie

În EMIR, colegiuitorii au optat pentru compensarea la nivel central ca element-cheie al angajamentelor asumate la nivelul G20, care ar trebui să fie principalul instrument de atenuare a riscurilor pentru instrumentele financiare derivate extrabursiere „plain vanilla” care fac obiectul obligației de compensare. În ceea ce privește alte instrumente derivate extrabursiere, care nu fac obiectul obligației de compensare, ar trebui să se utilizeze alte tehnici de atenuare a riscului, de amploare mai redusă. Atât serviciile de compensare centrală, cât și serviciile PTRR prosperă în spațiile de care aparțin. În general, ar trebui ca anumite instrumente financiare derivate extrabursiere să fie exceptate de la obligația de

compensare numai dacă riscurile acordării unei astfel de exceptări sunt mai mici decât riscurile pe care le presupune menținerea situației actuale.

ESMA, în cooperare cu CERS, a întreprins o analiză cuprinzătoare și aprofundată a serviciilor PTRR. Cu toate acestea, trebuie clarificate unele chestiuni importante. În speță, unele aspecte ale raportului necesită o evaluare și o analiză cantitativă mai aprofundată pentru a-i permite Comisiei să ia o decizie în cunoștință de cauză cu privire la o eventuală propunere de modificare legislativă.

În special următoarele aspecte necesită o analiză suplimentară:

- definiția serviciilor PTRR, cu alte cuvinte, cum ar putea fi definite mai concret diferitele tipuri de PTRR;
- eventualele interconexiuni dintre serviciile PTRR și impactul utilizării combinate a acestora asupra aspectelor menționate în prezentul raport;
- importanța riscului de eludare a obligației de compensare, în special posibilele practici de piață care ar putea fi utilizate pentru a pune în practică o astfel de eludare;
- eventualele condiții de limitare a riscului ca o posibilă exceptare de la obligația de compensare să fie utilizată abuziv;
- stimulentele pentru compensarea la nivel central, ținând cont de o eventuală exceptare de la obligația de compensare;
- evaluarea potențialelor transferuri de lichiditate din spațiul compensat la nivel central către spațiul necompensat.

Aprofundarea activității cu privire la aspectele menționate mai sus, în special definițiile serviciilor PTRR, și colectarea mai multor dovezi cantitative ar permite o evaluare mai cuprinzătoare și mai echilibrată a acestor aspecte; aceasta ar putea fi inclusă în raportul general de evaluare al EMIR, care ar trebui să fie transmis Parlamentului European și Consiliului până la 18 iunie 2024[12].

[12] Articolul 85 alineatul (1) din Regulamentul (UE) nr. 648/2012 al Parlamentului European și al Consiliului din 4 iulie 2012 privind instrumentele financiare derivate extrabursiere, contrapărțile centrale și registrele centrale de tranzacții.