EVROPSKA
KOMISIJA

Bruselj, 12.4.2021
COM(2021) 172 final

POROČILO KOMISIJE EVROPSKEMU PARLAMENTU IN SVETU

o tem, ali bi morali biti posli, ki izhajajo neposredno iz storitev za zmanjšanje tveganj po trgovanju, izvzeti iz obveznosti kliringa za izvedene finančne instrumente OTC na podlagi uredbe EMIR

POROČILO KOMISIJE EVROPSKEMU PARLAMENTU IN SVETU

o tem, ali bi morali biti posli, ki izhajajo neposredno iz storitev za zmanjšanje tveganj po trgovanju, izvzeti iz obveznosti kliringa za izvedene finančne instrumente OTC na podlagi uredbe EMIR

1. Uvod

Člen 85(3)(c) Uredbe (EU) št. 648/2012 o izvedenih finančnih instrumentih OTC, centralnih nasprotnih strankah in repozitorijih sklenjenih poslov[1] (EMIR), kot je bila spremenjena z Uredbo (EU) 2019/834 (EMIR REFIT)[2], določa, da mora Komisija Parlamentu in Svetu poročati o tem, ali bi morali biti posli, ki izhajajo neposredno iz storitev za zmanjšanje tveganj po trgovanju (storitve PTRR), vključno s stiskanjem portfelja, izvzeti iz obveznosti kliringa iz člena 4(1) uredbe EMIR. V poročilu bi bilo treba upoštevati, v kolikšni meri navedene storitve zmanjšujejo tveganje, predvsem kreditno tveganje nasprotne stranke in operativno tveganje, pa tudi, koliko je možnosti za izogibanje obveznosti kliringa in potencialno odvračanje od centralnega kliringa.

V tem poročilu se upoštevajo informacije iz poročila Evropskega organa za vrednostne papirje in trge (ESMA), odzivi deležnikov na javno posvetovanje ESMA in razprave z deležniki. Poročilo ESMA je bilo sprejeto 10. novembra 2020[3]; pripravljeno je bilo v sodelovanju z Evropskim odborom za sistemska tveganja (ESRB)[4], v njem pa so upoštevani rezultati javnega posvetovanja[5].

2. Kaj so storitve za zmanjšanje tveganj po trgovanju?

Usklajene ali splošne opredelitve storitev PTRR ni. Vendar obstaja nekaj skupnih lastnosti, na podlagi katerih bi se storitve PTRR lahko neizčrpno opisale kot postopki ali mehanizmi, s katerimi nasprotne stranke zmanjšajo eno ali več vrst tveganj portfelja, pri čemer njihova tržna izpostavljenost s posredovanjem ponudnika storitev PTRR kot tretje osebe ostane nevtralna.

Edina storitev PTRR, ki je opredeljena v evropskem pravu, je stiskanje portfelja, ki je opredeljeno kot „storitev zmanjševanja tveganja, pri kateri dve ali več nasprotnih strank v celoti ali delno likvidira nekatere ali vse izvedene finančne instrumente, ki so jih

---

1 UL L 201, 27.7.2012, str. 1.

2 UL L 142, 28.5.2019, str. 42.

3 ESMA, Report to the European Commission, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a)) (Poročilo Evropski komisiji, Poročilo o storitvah za zmanjšanje tveganj po trgovanju v zvezi z obveznostjo kliringa (člen 85(3)(a) uredbe EMIR)), 10. november 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu).

4 ESRB, ESRB opinion on ESMA's report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a)) (Mnenje ESRB o poročilu ESMA o storitvah za zmanjšanje tveganj po trgovanju v zvezi z obveznostjo kliringa (člen 85(3)(a) uredbe EMIR)), 12. junij 2020,ESRB opinion on ESMAs report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (europa.eu).

5 ESMA, Consultation Paper, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a)) (Posvetovalni dokument, Poročilo o storitvah za zmanjšanje tveganj po trgovanju v zvezi z obveznostjo kliringa (člen 85(3)(a) uredbe EMIR)). 26. marec 2020, ESMA70-151-2852, esma70-151-2852_consultation_report_ptrr_services_-_article_853a_of_emir.pdf (europa.eu).

predložile za vključitev v stiskanje portfelja, likvidirani izvedeni finančni instrumenti pa se nadomestijo z drugim izvedenim finančnim instrumentom, katerega skupna nominalna vrednost je nižja od skupne nominalne vrednosti likvidiranih izvedenih finančnih instrumentov“[6].

ESMA se je osredotočil na dve storitvi PTRR: stiskanje portfelja in ponovno uravnoteženje portfelja. V svojem poročilu povzema njune glavne značilnosti (glej spodnjo tabelo).

	Stiskanje portfelja	**Ponovno uravnoteženje portfelja**
Glavni namen	načeloma zmanjšanje neporavnanega nominalnega zneska in števila transakcij ter s tem operativnega tveganja	zmanjšanje kreditnega tveganja nasprotne stranke.
Mehanizem	popolno ali delno likvidiranje poslov in (na koncu) nadomeščanje likvidiranih izvedenih finančnih instrumentov z novimi posli, pogosto z nižjo nominalno vrednostjo	dodajanje novih poslov za zmanjšanje tveganja portfelja; posli se ne likvidirajo ali nadomestijo, nominalna vrednost pa se poviša, ne zniža
Osnovni portfelj	portfelj z opravljenim ali neopravljenim kliringom	portfelji z neopravljenim kliringom ali mešani portfelji
Tržna nevtralnost	transakcije, ki se izvršijo z uporabo simetričnih toleranc za vse udeležence	tržna nevtralnost je zagotovljena z vnosom enakih zneskov prodajnih in nakupnih izpostavljenosti

Na podlagi poročila Report to the European Commission on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a)) (Poročilo ESMA Evropski komisiji o storitvah za zmanjšanje tveganj po trgovanju v zvezi z obveznostjo kliringa (člen 85(3)(a) uredbe EMIR)), 10. november 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), str. 14.

To vzbuja več vprašanj. Prvič, opisi stiskanja portfelja in ponovnega uravnoteženja portfelja v poročilu ESMA so široki. Vsaka morebitna izjema pa bi morala biti skrbno

[6] Člen 2(1)(47) Uredbe (EU) št. 600/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. maja 2014 o trgih finančnih instrumentov in spremembi Uredbe (EU) št. 648/2012 (UL L 173, 12.6.2014, str. 84).

zasnovana. Prav tako ni jasno, kako so povezani z opredelitvijo stiskanja portfelja v pravnem redu Unije. Drugič, čeprav storitve PTRR obstajajo že več let, se še vedno razvijajo. Poleg tega se ne uporabljajo ločeno, ampak se lahko – in pogosto tudi se – združujejo. Zdi se na primer običajno, da se portfelji izvedenih finančnih instrumentov OTC stiskajo po izvedbi ponovnega uravnoteženja portfelja in da se tako storitvi združita. To lahko spremeni vplive, vključno s tistimi, preučevanimi v tem poročilu. Večje kot je dovoljeno tveganje, ki se uporabi pri stiskanju portfelja, bolj se z izvedbo na tveganje neobčutljivega postopka spremenijo njegove značilnosti in ima lahko ta učinke, ki so podobni ponovnemu uravnoteženju portfelja.

3. Poročilo ESMA

Poročilo ESMA je osredotočeno na stiskanje portfelja in optimizacijo/ponovno uravnoteženje portfelja. V poročilu je ugotovljeno, da sta stiskanje portfelja in optimizacija/ponovno uravnoteženje portfelja koristni orodji za obvladovanje tveganja pri portfeljih z opravljenim ali neopravljenim kliringom.

Po navedbah ESMA na podlagi trenutnih podatkov o stiskanju ni mogoče oceniti, koliko so bile zaradi obveznosti kliringa ovirane storitve PTRR, ko se izvajajo v skladu z obstoječimi regulativnimi zahtevami. ESMA meni, da to pomeni, da se pri stiskanju in ponovnem uravnoteženju uporabljajo kompleksnejši posli, da bi se izognili obveznosti kliringa.

ESMA tudi ugotavlja, da bi se z izvzetjem nekaterih transakcij, ki so posledica stiskanja in ponovnega uravnoteženja portfelja, pripomoglo k večji uporabi teh storitev PTRR in zmanjšanju tveganja. ESMA meni, da bi tako izvzetje omogočilo lažje stiskanje preteklih poslov, povečalo sodelovanje pri storitvah PTRR nasprotnih strank, ki so danes manj zainteresirane za sodelovanje, in zmanjšalo kompleksnost na trgu z uporabo preprostejših poslov za ponovno uravnoteženje.

Meni, da brez trdnih dokazov ali sklepanja o nasprotnem pozitivni učinki prevladajo, med drugim nad povečanim operativnim bremenom za udeležence na trgu in regulatorje trga ter nad povečanjem bruto tveganja v nizih pobotov brez kliringa (v primeru uravnoteženja portfelja). Nadalje ugotavlja, da se s samo funkcijo, ki omogoča izvzetje transakcij PTRR iz obveznosti kliringa, kadar so povezane s portfelji transakcij z neopravljenim kliringom, ne bi zmanjšal znesek transakcij, za katere kliring opravi CNS, ker te transakcije sicer ne bi obstajale. Po mnenju ESMA bi se namreč tveganje v portfeljih trenutno pobotalo z uporabo instrumentov, za katere obveznost kliringa ne velja. Izvzetje iz obveznosti kliringa bi po mnenju ESMA tako omogočilo, da se tveganje pobota s standardiziranimi pogodbami, za katere bi sicer veljala obveznost kliringa in ki so manj tvegane kot instrumenti, ki se trenutno uporabljajo. S tem bi se zmanjšalo tveganje stisnjenih ali ponovno uravnoteženih portfeljev z neopravljenim kliringom.

Da bi se izognili temu, da bi bilo tako izvzetje iz obveznosti kliringa zlorabljeno, ESMA predlaga vrsto zahtev za zagotavljanje storitev PTRR[7] ter nekatere pogoje za pravico do izvzetja iz obveznosti kliringa, pri čemer bi se razlikovalo med pogoji za stiskanje portfelja na eni strani[8] in pogoji za ponovno uravnoteženje portfelja na drugi strani[9]. Predlagano izvzetje je torej ožje za stiskanje portfelja, pri katerem bi se izvzetje iz obveznosti kliringa uporabljalo le za posle PTRR, ki izhajajo neposredno iz stiskanja transakcij z neopravljenim kliringom (predvsem pretekle transakcije, tj. posli, ki danes nimajo opravljenega kliringa, vendar bi zanje strogo gledano veljala obveznost kliringa, ter ponovno uravnotežene transakcije). V primeru ponovnega uravnoteženja portfelja bi se izvzetje uporabljalo širše, saj ESMA predlaga izvzetje transakcij, ki izhajajo iz ponovnega uravnoteženja portfeljev z neopravljenim kliringom in iz mešanih portfeljev, sestavljenih iz poslov z opravljenim in neopravljenim centralnim kliringom. Ta širša uporaba izvzetja bi omogočala obvladovanje tveganja v vseh portfeljih, s čimer bi vplivala na izvedene finančne dokumente OTC z že opravljenim centralnim kliringom.

4. Ocena Komisije

Da bi Komisija lahko sprejela utemeljeno odločitev o tem, ali bi bilo treba posle, ki izhajajo neposredno iz storitev PTRR, izvzeti iz obveznosti kliringa, člen 85(3)(c) uredbe EMIR določa, da mora upoštevati naslednje tri vidike:

a) v kolikšni meri storitve PTRR zmanjšujejo tveganje, predvsem kreditno tveganje nasprotne stranke in operativno tveganje;
b) možnost za izogibanje obveznosti kliringa, če se odobri izvzetje;
c) potencialno odvračanje od centralnega kliringa, če se odobri izvzetje.

Poleg tega se, glede na to, da je bila obveznost kliringa uvedena po mednarodni zavezi skupine G20, da bo prispevala k varnejšim in odpornejšim trgom, v tem poročilu upoštevajo tudi kvantitativni dokazi o koristih storitev PTRR in o tem, ali bi lahko uvedba takega izvzetja povzročila nova tveganja.

a. V kolikšni meri storitve PTRR zmanjšujejo tveganje, predvsem kreditno tveganje nasprotne stranke in operativno tveganje

[7] ESMA, Report to the European Commission, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a)) (Poročilo Evropski komisiji, Poročilo o storitvah za zmanjšanje tveganj po trgovanju v zvezi z obveznostjo kliringa (člen 85(3)(a) uredbe EMIR)), 10. november 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Končno poročilo o storitvah PTRR – Člen 85(3)(a) uredbe EMIR (europa.eu), poglavje 8.1, točka 332.

[8] ESMA, Report to the European Commission, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a)) (ESMA, Poročilo Evropski komisiji, Poročilo o storitvah za zmanjšanje tveganj po trgovanju v zvezi z obveznostjo kliringa (člen 85(3)(a) uredbe EMIR)), 10. november 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), poglavje 8.2, točke 333 do 338.

[9] ESMA, Report to the European Commission, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a)) (Poročilo Evropski komisiji, Poročilo o storitvah za zmanjšanje tveganj po trgovanju v zvezi z obveznostjo kliringa (člen 85(3)(a) uredbe EMIR)), 10. november 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), poglavje 8.3, točke 339 do 347.

Na splošno se razume, da je namen storitev PTRR zmanjšati tveganje v celotnem portfelju in da se mora z vsemi transakcijami za zmanjšanje tveganja zmanjšati dvostransko tveganje v portfelju, v katerega so knjižene.

Prvič, glede stiskanja portfelja ESMA navaja, da je namen takih storitev zmanjšati število pogodb, bruto nominalno vrednost ali nekatere druge mere tveganja, ne da bi bistveno vplivale na tržno tveganje portfelja. S tem bi se na koncu lahko zmanjšalo sistemsko tveganje z zmanjšanjem števila poslov, vrstičnih postavk in/ali nominalne izpostavljenosti med nasprotnimi strankami. To je v skladu z ugotovitvami na mednarodni ravni; Mednarodno združenje nadzornikov trga vrednostnih papirjev (IOSCO) rezultat stiskanja na primer opisuje kot „zmanjšano operativno tveganje za posamezne udeležence na trgu, ki lahko zmanjša sistemsko tveganje in izboljša splošno stabilnost finančnega trga“[10].

Vloga stiskanja portfelja je priznana v uredbi EMIR. S členom 11(1)(b) uredbe EMIR v povezavi s členom 14 Delegirane uredbe Komisije (EU) št. 149/2013[11] se priznava, da stiskanje portfelja zmanjšuje tveganje in se zahteva za izvedene finančne instrumente OTC brez centralnega kliringa. V uvodni izjavi 30 delegirane uredbe je nadalje navedeno: „Tudi stiskanje portfelja je lahko učinkovito orodje za namene zmanjševanja tveganja, kar je odvisno od okoliščin, kot so velikost portfelja z nasprotno stranko, zapadlost, namen in stopnja standardizacije pogodb o izvedenih finančnih instrumentih OTC. Finančne nasprotne stranke in nefinančne nasprotne stranke, ki imajo portfelj pogodb o izvedenih finančnih instrumentih OTC brez kliringa CNS nad ravnjo, določeno v tej uredbi, bi morale imeti vzpostavljene postopke za preučitev možnosti uporabe stiskanja portfelja, kar bi jim omogočilo zmanjšanje kreditnega tveganja nasprotne stranke.“

Drugič, ESMA navaja, da je namen ponovnega uravnoteženja portfelja zmanjšati neravnotežja v portfeljih, nastala zaradi nemožnosti pobotov kreditnih izpostavljenosti poslov z opravljenim kliringom z dvostranskimi posli v različnih kategorijah sredstev, ki niso primerna za kliring. Ponovno uravnoteženje portfelja kot tako temelji na novih izvedenih finančnih instrumentih OTC, ki se sklenejo za zmanjšanje tveganja nasprotne stranke z zmanjšanjem določenega tveganja (tj. obrestno ali valutno tveganje), ugotovljenega med nasprotnima strankama, ne da bi se spremenili posli v osnovnem portfelju. Udeleženci na trgu to razumejo kot način za zmanjšanje sistemskega tveganja z zmanjšanjem splošne izpostavljenosti na trgu med nasprotnima strankama.

Vendar je sposobnost teh dveh storitev za zmanjšanje tveganj v nekaterih vidikih omejena. Izvajanje ponovnega uravnoteženja ne bi nujno zmanjšalo operativnega

[10] FR09/2015, 28. januar 2015, str. 13, FR01/2015 Risk Mitigation Standards for Non-centrally Cleared OTC Derivatives (iosco.org).

[11] Delegirana uredba Komisije (EU) št. 149/2013 z dne 19. decembra 2012 o dopolnitvi Uredbe (EU) št. 648/2012 Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z regulativnimi tehničnimi standardi glede posrednih ureditev kliringa, obveznosti kliringa, javnega registra, dostopa do mesta trgovanja, nefinančnih nasprotnih strank, tehnik zmanjševanja tveganja za pogodbe o izvedenih finančnih instrumentih OTC brez kliringa prek CNS (UL L 52, 23.2.2013, str. 11).

tveganja, saj bi novi izvedeni finančni instrumenti OTC, ki so sklenjeni (in se zanje z izvzetjem omogoča, da ostanejo v dvostranskih razmerjih), lahko povzročili dodatno operativno tveganje. Nadalje, čeprav se pri uporabi navadnih izvedenih finančnih instrumentov OTC namesto kompleksnejših izvedenih finančnih instrumentov za nadomestitev ali spremembo poslov v portfelju z izvedbo ponovnega uravnoteženja zmanjša tveganje v prostoru z neopravljenim kliringom, tega dela izvedenih finančnih instrumentov OTC ne bi upravljala CNS, s čimer bi se povečalo tveganje v združenem sistemu. Če bi bili taki izvedeni finančni instrumenti OTC izvzeti iz obveznosti kliringa, se zanje ne bi moglo uporabiti obvladovanje tveganja, ki ga ponuja centralni kliring. Zaradi tega bi se lahko povečalo splošno tveganje v združenem prostoru z opravljenim in neopravljenim centralnim kliringom skupaj, tudi če bi se tveganje v prostoru z neopravljenim kliringom nekoliko zmanjšalo zaradi izvedbe ponovnega uravnoteženja.

Podatki, ki jih je zagotovil ESMA, ponazarjajo široko uporabo stiskanja portfelja in ponovnega uravnoteženja portfelja v sektorju. Vendar v poročilu zmanjševanje tveganja (kreditno tveganje nasprotne stranke in operativno tveganje), ki se zagotavlja s tema storitvama, ni količinsko opredeljeno. Ocena temelji na temeljiti teoretični oceni, ne pa na empiričnih podatkih, ki bi omogočili bolj celostno analizo in opredelitev potencialnih premikov in tveganj. Kljub temu bi bilo treba priznati, da taka ocena glede na to, da izvzetje še ne obstaja, ni preprosta, vendar bi lahko kvantitativna ocena podobnih izvzetij v tretjih državah, na katere se ESMA sklicuje v prilogi k poročilu, prispevala k boljšemu razumevanju. Čeprav se s ponovnim uravnoteženjem portfelja zmanjša tveganje znotraj ponovno uravnoteženih portfeljev samih, pa se zdi, da je težko oceniti splošno zmanjševanje tveganja z bolj sistemsko obravnavo. Čeprav je ESMA opravil zanesljivo teoretično analizo morebitnih težav in navedel nekaj podatkov o uporabi teh storitev, pa (še) ni dovolj jasno, ali so prednosti izvzetja transakcij, ki izhajajo iz storitev PTRR, iz obveznosti kliringa večje od morebitnih tveganj.

b. Možnost za izogibanje obveznosti kliringa

Člen 85(3)(c) uredbe EMIR določa, da se v poročilu Evropske komisije upošteva, ali pri izvzetju iz obveznosti kliringa za storitve PTRR obstaja možnost za izogibanje obveznosti kliringa.

Na eni strani ESMA poudarja, da se storitve PTRR obveznosti kliringa trenutno izognejo z zagotavljanjem, da posli, ki izhajajo iz njih, ne spadajo v kategorijo izvedenih finančnih instrumentov OTC, za katere velja obveznost kliringa, npr. bolj zapletene opcije na zamenjavo obrestnih mer namesto navadnih izvedenih finančnih instrumentov. Če bi bili takšni izvedeni finančni instrumenti, ki izhajajo iz storitev PTRR, v prihodnje izvzeti iz obveznosti kliringa, bi nasprotne stranke, ki uporabljajo storitve PTRR, lahko uporabljale te preprostejše in bolj standardizirane instrumente. ESMA meni, da ni verjetno, da bi tako izvzetje vodilo do izogibanja obveznosti kliringa, saj taki izvedeni finančni instrumenti brez izvzetja sploh ne bi bili sklenjeni. Le zaradi izvzetja bi jih bilo mogoče uporabiti za namene PTRR v prostoru z

neopravljenim centralnim kliringom. ESMA meni, da so take izvedene transakcije zgolj „administrativne“. Sklenjene ne bi bile zaradi nobenega drugega razloga. Po mnenju ESMA izvzetje udeležencev na trgu ne bi spodbudilo k uporabi te tehnike kot načina izogibanja centralnemu kliringu, saj to ne bi vplivalo na izvedene finančne instrumente OTC, za katere velja obveznost kliringa in ki izhajajo iz običajnih dejavnosti trgovanja.

Na drugi strani nekateri deležniki menijo, da bi se z izvzetjem iz obveznosti kliringa odprle pomembne možnosti za regulativno arbitražo in „domiselno“ trgovanje, pri katerem bi se izvedeni finančni instrumenti OTC, ki so trenutno v portfeljih z opravljenim kliringom, izločili iz njih in prenesli v prostor z neopravljenim kliringom. To bi lahko delovalo kot spodbuda za izogibanje obveznosti kliringa, kar bi vodilo do več, ne do manj tveganja.

Da bi preprečili vsako tako izogibanje, ESMA priporoča, da se razvijejo pogoji za vsako izvzetje iz obveznosti kliringa. S takimi pogoji bi se lahko vsako izvzetje omejilo na nekatere izvedene finančne instrumente OTC, npr. na pretekle posle, ali na nekatere storitve PTRR. ESMA prav tako predlaga, da se uvedejo nekatere zahteve za storitve PTRR, npr. da bi morale biti nevtralne glede tržnega tveganja, zmanjšati dvostransko tveganje portfelja, v katerem je knjiženo, ter da bi jih moral izvajati neodvisni ponudnik storitev.

Čeprav bi se z zahtevami in pogoji za izvzetje iz obveznosti kliringa, ki jih predlaga ESMA, lahko omejile možnosti uporabe takega izvzetja za izogibanje obveznosti kliringa, je potrebna nadaljnja analiza. Zlasti zamisel o portfeljih mešanih izvedenih finančnih instrumentov OTC (z opravljenim in neopravljenim centralnim kliringom), ki bi bili vključeni v storitve ponovnega uravnoteženja portfelja in upravičeni do izvzetja iz obveznosti kliringa, in zamisel o združevanju storitev PTRR v prostoru z neopravljenim kliringom s transakcijami za prenos tveganja na centralni kliring (glej konec oddelka 3), bi spremenili razmerje med prostorom z opravljenim in neopravljenim centralnim kliringom, ter dejstvo, da bi bilo v prostoru z opravljenim in neopravljenim centralnim kliringom treba uporabiti različna orodja za zmanjševanje tveganja.

Razmisliti bi bilo treba tudi o nadaljnji analizi mogočih prenosov likvidnosti iz prostora z opravljenim kliringom v prostor z neopravljenim kliringom.

c. Potencialno odvračanje od centralnega kliringa

Trg je razdeljen glede potencialnega odvračanja centralnega kliringa, ki je lahko posledica izvzetja iz obveznosti kliringa za posle, ki izhajajo iz storitev PTRR. ESMA zato ugotavlja, da čeprav ni dokazov, da bi obstajalo tveganje za odvračanje od obveznosti kliringa, bi bilo treba to skrbno nadzorovati, da bi se zagotovilo, da bi se vsako tveganje, ki bi se pojavilo, obravnavalo z nadaljnjimi regulativnimi in/ali nadzornimi ukrepi.

Če bi izvzetje iz obveznosti kliringa v prihodnosti pomenilo cenejšo možnost v smislu kapitala in mejnih stroškov za varovanje poslov v dvostranskih razmerjih, bi to lahko povzročilo odvračanje od centralnega kliringa. V takih okoliščinah bi bil lahko dvostranski kliring v smislu kapitala in mejnih stroškov toliko ekonomsko uspešnejši, kolikor večji je niz pobotov transakcij.

Prostovoljni centralni kliring kaže, da tega potencialnega odvračanja ni mogoče povsem odpisati: precej očitno je, da nasprotne stranke, ki bi lahko opravile centralni kliring izvedenega finančnega instrumenta OTC, a se zanj ne odločijo, to odločitev sprejmejo, ker je dvostranski kliring zanje ekonomsko smiseln. Poleg tega bi se z morebitnim zmanjšanjem likvidnosti preprečila udeležba v centralnem kliringu.

Vpliv storitev PTRR v smislu potencialnega odvračanja od kliringa je neprepričljiv. Ob upoštevanju nasprotujočih si mnenj deležnikov in mnenj iz poročila ESMA, bi bila koristna nadaljnja analiza, ki bi jo opravil ESMA, zlasti glede vpliva spodbud na centralni kliring, ki so okrepljene, kadar je več likvidnosti v prostoru z opravljenim centralnim kliringom.

5. Zaključek

V uredbi EMIR sta sozakonodajalca izbrala centralni kliring kot ključni element zavez skupine G20, ki bi moral biti glavno orodje za zmanjševanje tveganja za navadne izvedene finančne instrumente OTC, za katere velja obveznost kliringa. Druge, manj daljnosežne tehnike za zmanjševanje tveganja bi bilo treba uporabljati v zvezi z drugimi izvedenimi finančnimi instrumenti OTC, za katere obveznost kliringa ne velja. Tako centralni kliring kot storitve PTRR uspevajo v svojem prostoru. Na splošno bi se morali določeni izvedeni finančni instrumenti OTC izvzeti iz obveznosti kliringa le, če je tveganje odobritve takega izvzetja manjše od tveganja ohranjanja položaja, kakršen je danes.

ESMA je v sodelovanju z ESRB opravil obširno in temeljito analizo storitev PTRR. Kljub temu ostajajo odprta pomembna vprašanja. Zlasti glede nekaterih vidikov poročila sta potrebni nadaljnji kvantitativni ocena in analiza, da bi Komisija lahko sprejela bolj utemeljeno odločitev glede morebitnega predloga za spremembo zakonodaje.

Podrobneje je treba preučiti zlasti naslednja vprašanja:

- opredelitev storitev PTRR, npr. kako bi bilo mogoče konkretneje opredeliti različne vrste PTRR;
- morebitno medsebojno povezovanje storitev PTRR in vpliv njihove skupne uporabe na vidike, izpostavljene v tem poročilu;
- pomembnost tveganja izogibanja obveznosti kliringa, zlasti možne tržne prakse, ki bi bile lahko uporabljene za tako izogibanje;
- možni pogoji, s katerimi bi se omejilo tveganje take zlorabe morebitnega izvzetja iz obveznosti kliringa;
- spodbude za centralni kliring ob upoštevanju morebitnega izvzetja iz obveznosti kliringa;

– ocena mogočih prenosov likvidnosti iz prostora z opravljenim kliringom v prostor z neopravljenim kliringom.

Nadaljnja preučitev navedenih vprašanj, zlasti zvezi z opredelitvami storitev PTRR in zbiranjem bolj kvantitativnih dokazov, bi omogočila bolj izčrpno in celovito oceno vprašanj, ki bi jih bilo mogoče vključiti v splošno poročilo o oceni uredbe EMIR, ki bi jo bilo treba predložiti Evropskemu parlamentu in Svetu do 18. junija 2024[12].

[12] Člen 85(1) Uredbe (EU) št. 648/2012 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 4. julija 2012 o izvedenih finančnih instrumentih OTC, centralnih nasprotnih strankah in repozitorijih sklenjenih poslov.