EURÓPSKA
KOMISIA

V Bruseli 12. 4. 2021
COM(2021) 172 final

# SPRÁVA KOMISIE EURÓPSKEMU PARLAMENTU A RADE

## o tom, či by obchody priamo vyplývajúce zo služieb zameraných na zníženie poobchodných rizík mali byť v prípade mimoburzových derivátov oslobodené od zúčtovacej povinnosti podľa nariadenia EMIR

# SPRÁVA KOMISIE EURÓPSKEMU PARLAMENTU A RADE

## o tom, či by obchody priamo vyplývajúce zo služieb zameraných na zníženie poobchodných rizík mali byť v prípade mimoburzových derivátov oslobodené od zúčtovacej povinnosti podľa nariadenia EMIR

## 1. Úvod

V článku 85 ods. 3 písm. c) nariadenia (EÚ) č. 648/2012 o mimoburzových derivátoch, centrálnych protistranách a archívoch obchodných údajov [1] (ďalej len „EMIR“), zmeneného nariadením (EÚ) 2019/834 (ďalej len „EMIR REFIT“)[2], sa Komisia poveruje tým, aby Parlamentu a Rade podala správu o tom, či by obchody, ktoré vyplývajú priamo zo služieb zameraných na zníženie poobchodných rizík, vrátane kompresie portfólia mali byť oslobodené od zúčtovacej povinnosti uvedenej v článku 4 ods. 1. V tejto správe by sa mal zohľadniť rozsah, v ktorom tieto služby zmierňujú riziká, predovšetkým kreditné riziko protistrany a prevádzkové riziko, ako aj možné obchádzanie zúčtovacej povinnosti a možné odrádzanie od centrálneho zúčtovania.

V tejto správe sa zohľadňujú informácie získané zo správy Európskeho orgánu pre cenné papiere a trhy (ďalej len „orgán ESMA“), z odpovedí zainteresovaných strán na verejnú konzultáciu orgánu ESMA a z diskusie so zainteresovanými stranami. Správa orgánu ESMA bola prijatá 10. novembra 2020 [3], pričom bola vypracovaná v spolupráci s Európskym výborom pre systémové riziká (ďalej len „ESRB“)[4] a zohľadňujú sa v nej výsledky verejnej konzultácie[5].

## 2. Čo sú služby zamerané na zníženie poobchodných rizík?

Neexistuje žiadne harmonizované ani rozšírené vymedzenie služieb zameraných na zníženie poobchodných rizík. Napriek tomu existuje niekoľko spoločných prvkov, na základe ktorých by bolo možné nevyčerpávajúcim spôsobom opísať služby zamerané na zníženie poobchodných rizík ako postupy alebo mechanizmy, prostredníctvom ktorých protistrany znižujú jeden alebo viac druhov rizík portfólia, a tak si zachovávajú neutrálnu trhovú expozíciu so zásahom poskytovateľa služieb zameraných na zníženie poobchodných rizík ako tretej strany.

---

1 Ú. v. EÚ L 201, 27.7.2012, s. 1.

2 Ú. v. EÚ L 142, 28.5.2019, s. 42.

3 ESMA, Správa Európskej komisii, *Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation* [Správa o službách zameraných na zníženie poobchodných rizík s ohľadom na zúčtovaciu povinnosť (článok 85 ods. 3a nariadenia EMIR)], 10. novembra 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 (Article 85(3a) EMIR)* [Stanovisko ESRB k správe ESMA o službách zameraných na zníženie poobchodných rizík s ohľadom na zúčtovaciu povinnosť (článok 85 ods. 3a nariadenia EMIR)], 12. júna 2020, ESRB opinion on ESMAs report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (europa.eu).

5 ESMA, Konzultačný dokument, *Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))* [Správa o službách zameraných na zníženie poobchodných rizík s ohľadom na zúčtovaciu povinnosť (článok 85 ods. 3a nariadenia EMIR)], 26. marca 2020, ESMA70-151-2852, esma70-151-2852_consultation_report_ptrr_services_-_article_853a_of_emir.pdf (europa.eu).

Jediná služba zameraná na zníženie poobchodných rizík, ktorá sa v európskom zákone vymedzuje, je kompresia portfólia, ktorá sa vymedzuje ako „*služba týkajúca sa znižovania rizika, pri ktorej dve alebo viacero protistrán úplne alebo čiastočne vypovedajú niektoré alebo všetky deriváty, ktoré tieto protistrany predložili na zaradenie do kompresie portfólia, a nahradia vypovedané deriváty iným derivátom, ktorého kombinovaná nominálna hodnota je nižšia ako kombinovaná nominálna hodnota vypovedaných derivátov*“[6].

Orgán ESMA sa zameral na dve služby zamerané na zníženie poobchodných rizík: kompresiu portfólia a vyváženie portfólia. Orgán ESMA vo svojej správe zhrnul ich hlavné charakteristiky (pozri tabuľku).

| | **Kompresia portfólia** | **Vyváženie portfólia** |
|---|---|---|
| Hlavný účel | V zásade znížiť nesplatenú nominálnu hodnotu a počet transakcií, a teda aj prevádzkové riziko. | Znížiť kreditné riziko protistrany. |
| Mechanizmus | Celkovo alebo čiastočne ukončiť obchody a (prípadne) nahradiť vypovedané deriváty novými obchodmi, často so zníženou nominálnou hodnotou. | Zavedenie nových obchodov na zníženie rizika portfólia. Žiadne obchody nie sú vypovedané ani nahradené a nominálna hodnota je skôr zvýšená než znížená. |
| Podkladové portfólio | Zúčtované alebo nezúčtované portfólio. | Nezúčtované alebo zmiešané portfóliá. |
| Trhová neutralita | Transakcie vykonané uplatnením symetrických tolerancií na všetkých účastníkov. | Trhová neutralita je zabezpečená vložením rovnakých súm expozícií súvisiacich s nákupom a predajom. |

*Na základe správy orgánu ESMA Európskej komisii o službách zameraných na zníženie poobchodných rizík s ohľadom na zúčtovaciu povinnosť (článok 85 ods. 3a nariadenia EMIR) z 10. novembra 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), s. 14.*

V tejto súvislosti vyvstáva niekoľko otázok. Po prvé, opisy kompresie portfólia a vyváženia portfólia v správe orgánu ESMA sú rozsiahle a opisné. Akékoľvek

[6] Článok 2 ods. 1 bod 47 nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 600/2014 z 15. mája 2014 o trhoch s finančnými nástrojmi, ktorým sa mení nariadenie (EÚ) č. 648/2012 (Ú. v. EÚ L 173, 12.6.2014, s. 84 – 148).

potenciálne oslobodenie by sa však muselo dôkladne vymedziť. Ďalej je nejasné, ako súvisia s vymedzením kompresie portfólia v *acquis*. Po druhé, hoci služby zamerané na zníženie poobchodných rizík existujú už niekoľko rokov, stále sa vyvíjajú. Okrem toho sa nepoužívajú izolovane, ale môžu byť – a skutočne často aj sú – kombinované. Zdá sa, že je napríklad bežnou praxou komprimovať portfóliá mimoburzových derivátov po vykonaní vyváženia portfólia, a teda využiť kombináciu oboch služieb. To môže pozmeniť vplyvy vrátane tých, ktoré sa skúmajú v tejto správe. Čím vyššie tolerancie rizika sa uplatnia pri kompresii portfólia, tým viac sa zmenia vlastnosti tohto obvykle rizikovo neutrálneho vykonania, čo by mohlo mať účinky podobné vyváženiu portfólia.

## 3. Správa orgánu ESMA

Správa orgánu ESMA sa zameriava na kompresiu portfólia a optimalizáciu/vyváženie portfólia. Dospelo sa v nej k záveru, že kompresia portfólia a optimalizácia/vyváženie portfólia sú užitočnými nástrojmi na riadenie rizika v zúčtovaných i nezúčtovaných portfóliách.

Podľa orgánu ESMA na základe súčasných údajov o kompresii nemožno posúdiť rozsah, v akom zúčtovacia povinnosť narušila služby zamerané na zníženie poobchodných rizík, keďže sa prijímajú v súlade s existujúcimi regulačnými požiadavkami. Orgán ESMA sa domnieva, že to znamená, že sa v kompresii a vo vyvážení využívajú zložitejšie obchody s cieľom vyhnúť sa zúčtovacej povinnosti.

Orgán ESMA ďalej dospel k záveru, že oslobodenie určitých transakcií, ktoré vyplývajú z kompresie portfólia a vykonávania vyváženia, by pomohlo zvýšiť využívanie týchto služieb zameraných na zníženie poobchodných rizík a prispelo by k zníženiu rizika. Orgán ESMA sa domnieva, že takéto oslobodenie by umožnilo jednoduchšiu kompresiu obchodov, ktoré sa uzavreli v minulosti, a mohlo by viesť k zvýšeniu účasti na službách zameraných na zníženie poobchodných rizík zo strany protistrán, ktoré majú v súčasnosti o účasť menší záujem, a k zníženiu zložitosti na trhu využívaním jednoduchších obchodov na vyváženie.

Orgán ESMA sa domnieva, že v prípade neexistencie presvedčivého dôkazu alebo odôvodnenia svedčiaceho o opaku pozitívne účinky prevažujú, okrem iného, nad zvýšeným prevádzkovým zaťažením účastníkov trhu a regulačných orgánov a nárastom hrubého rizika v nezúčtovaných súboroch vzájomného započítavania (v prípade vyváženia portfólia). Orgán ESMA ďalej poznamenáva, že samotná funkcia umožňujúca oslobodenie transakcií zameraných na zníženie poobchodných rizík od zúčtovacej povinnosti v prípade, keď sa týkajú nezúčtovaných portfólií transakcií, by neznížila množstvo transakcií zúčtovaných s centrálnou protistranou, lebo tieto transakcie by inak neexistovali. Podľa orgánu ESMA by sa riziko v portfóliách v súčasnosti skutočne vzájomne započítalo s použitím nástrojov, na ktoré sa nevzťahuje zúčtovacia povinnosť. Oslobodenie od zúčtovacej povinnosti by preto podľa názoru orgánu ESMA umožnilo započítanie rizika so štandardizovanými zmluvami, na ktoré by sa inak vzťahovala zúčtovacia povinnosť a ktoré sú menej riskantné než nástroje používané v súčasnosti.

Tým by sa zase znížilo riziko skomprimovaných alebo vyvážených nezúčtovaných portfólií.

Orgán ESMA s cieľom predísť zneužívaniu takéhoto oslobodenia od zúčtovacej povinnosti navrhuje súbor požiadaviek na poskytovanie služieb zameraných na zníženie poobchodných rizík[7], ako aj niektoré podmienky na priznanie oslobodenia od zúčtovacej povinnosti, pričom by sa odlíšili podmienky pre kompresiu portfólia na jednej strane[8]a vyváženie portfólia na druhej strane[9]. Využitie navrhovaného oslobodenia je preto užšie v prípade kompresie portfólia, pri ktorej by sa oslobodenie od zúčtovacej povinnosti malo uplatniť len na obchody zamerané na zníženie poobchodných rizík priamo vyplývajúce z kompresií nezúčtovaných transakcií (hlavne transakcií, ktoré sa uzavreli v minulosti, t. j. obchodov, ktoré sú v súčasnosti nezúčtované, ale technicky by podliehali zúčtovacej povinnosti a transakciám vyváženia). V prípade vyváženia portfólia by sa oslobodenie uplatňovalo všeobecnejšie, keďže orgán ESMA navrhuje oslobodenie transakcií vyplývajúcich z vyváženia nezúčtovaných portfólií, ako aj tých, ktoré vyplývajú zo zmiešaných portfólií zložených z centrálne zúčtovaných a nezúčtovaných obchodov. Toto širšie uplatňovanie oslobodenia by umožnilo riadenie rizík vo všetkých portfóliách, čo by malo vplyv na mimoburzové deriváty, ktoré sú už centrálne zúčtované.

## 4. Posúdenie Komisie

S cieľom prijať informované rozhodnutie o tom, či by akékoľvek obchody, ktoré priamo vyplývajú zo služieb zameraných na zníženie poobchodných rizík, mali byť oslobodené od zúčtovacej povinnosti, sa v článku 85 ods. 3 písm. c) nariadenia EMIR vyžaduje, aby Komisia zohľadnila tieto tri aspekty:

a) rozsah, v ktorom služby zamerané na zníženie poobchodných rizík zmierňujú riziká, predovšetkým kreditné riziko protistrany a prevádzkové riziko,
b) možné obchádzanie zúčtovacej povinnosti, ak sa malo udeliť oslobodenie,
c) možné odrádzanie od centrálneho zúčtovania, ak sa malo udeliť oslobodenie.

Vzhľadom na to, že zúčtovacia povinnosť bola zavedená po prijatí medzinárodného záväzku G20 prispievať k bezpečnejším a odolnejším trhom, v tejto správe sa ďalej zohľadňuje aj kvantitatívny dôkaz o prínosoch služieb zameraných na zníženie poobchodných rizík a o tom, či by zavedením takéhoto oslobodenia mohli vzniknúť prípadné nové riziká.

---

7 ESMA, Správa Európskej komisii, Správa o službách zameraných na zníženie poobchodných rizík s ohľadom na zúčtovaciu povinnosť (článok 85 ods. 3a nariadenia EMIR) z 10. novembra 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), kapitola 8.1, bod 332.

8 ESMA, Správa Európskej komisii, Správa o službách zameraných na zníženie poobchodných rizík s ohľadom na zúčtovaciu povinnosť (článok 85 ods. 3a nariadenia EMIR) z 10. novembra 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), kapitola 8.2, body 333 až 338.

9 ESMA, Správa Európskej komisii, Správa o službách zameraných na zníženie poobchodných rizík s ohľadom na zúčtovaciu povinnosť (článok 85 ods. 3a nariadenia EMIR) z 10. novembra 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), kapitola 8.3, body 339 až 347.

**a. Rozsah, v ktorom služby zamerané na zníženie poobchodných rizík zmierňujú riziká, najmä kreditné riziko protistrany a prevádzkové riziko**

Vo všeobecnosti sa vychádza z predpokladu, že cieľom služieb zameraných na zníženie poobchodných rizík je znížiť riziko v celkovom portfóliu a že všetky transakcie na zníženie rizík musia znižovať dvojstranné riziko v portfóliu, do ktorého sú zaúčtované.

Po prvé, pokiaľ ide o kompresiu portfólia, orgán ESMA uvádza, že cieľom takýchto služieb je znížiť počet zmlúv, hrubú nominálnu hodnotu alebo nejakú ďalšiu mierku rizika bez toho, aby sa významne ovplyvnilo trhové riziko portfólia. Tým by sa mohli v konečnom dôsledku znížiť systémové riziká, a to znížením počtu obchodov, riadkových položiek a/alebo nominálnej expozície medzi protistranami. Toto je v súlade s medzinárodnou prácou, keďže napr. Medzinárodná organizácia komisií pre cenné papiere (IOSCO) opisuje výsledok kompresie ako „*znížené prevádzkové riziko pre jednotlivých účastníkov trhu, ktoré môže naopak znížiť systémové riziko a zvýšiť celkovú stabilitu finančného trhu*"[10].

Úloha kompresie portfólia sa uznáva v nariadení EMIR. V článku 11 ods. 1 písm. b) nariadenia EMIR v spojení s článkom 14 delegovaného nariadenia Komisie 149/2013[11] sa uznáva, že kompresia portfólia zmierňuje riziká, a nariaďuje sa pre mimoburzové deriváty, ktoré sa nezúčtovávajú centrálne. V odôvodnení 30 delegovaného nariadenia sa ďalej uvádza: *„Kompresia portfólia môže byť takisto účinným nástrojom na účely zmierňovania rizika v závislosti od okolností, ako je veľkosť portfólia s protistranou, splatnosť, účel a stupeň štandardizácie zmlúv o mimoburzových derivátoch. Finančné protistrany a nefinančné protistrany, ktoré majú portfólio zmlúv o mimoburzových derivátoch nezúčtovaných centrálnou protistranou nad úrovňou stanovenou v tomto nariadení, by mali mať zavedené postupy na analýzu svojej možnosti využívania kompresie portfólia, ktorá by im umožnila znížiť ich kreditné riziko protistrany."*

Po druhé, orgán ESMA uvádza, že cieľom vyváženia portfólia je znížiť nerovnováhy v rámci portfólií vytvorené v dôsledku nemožnosti započítania expozícií voči kreditnému riziku zúčtovaných obchodov oproti dvojstranným obchodom v rôznych triedach aktív, ktoré nie sú oprávnené na zúčtovanie. Vyváženie portfólia ako také je založené na nových mimoburzových derivátoch uzatváraných s cieľom znížiť riziko protistrany znížením určitého rizika (t. j. úrokového alebo menového rizika) identifikovaného medzi dvoma protistranami bez zmeny obchodov v podkladovom

[10] FR09/2015, 28. januára 2015, s. 13, FR01/2015 *Risk Mitigation Standards for Non-centrally Cleared OTC Derivatives* (Štandardy zmierňovania rizík pre mimoburzové deriváty, ktoré sa nezúčtovávajú centrálne) (iosco.org).

[11] Delegované nariadenie Komisie (EÚ) č. 149/2013 z 19. decembra 2012, ktorým sa dopĺňa nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 648/2012, pokiaľ ide o regulačné technické normy týkajúce sa nepriamych zúčtovacích mechanizmov, zúčtovacej povinnosti, verejného archívu, prístupu k miestu obchodovania, nefinančných protistrán, postupov zmierňovania rizika pre zmluvy o mimoburzových derivátoch, ktoré centrálna protistrana nezúčtovala (Ú. v. EÚ L 052, 23.2.2013, s. 11).

portfóliu. Účastníci trhu to vnímajú ako spôsob na zníženie systémového rizika, a to znížením celkovej expozície na trhu medzi protistranami.

Schopnosť oboch týchto služieb znižovať riziká je však v niektorých aspektoch obmedzená. Vykonávaním vyváženia by sa nevyhnutne nemuseli znížiť prevádzkové riziká, keďže nové uzatvorené mimoburzové deriváty (ktoré môžu na základe výnimky zostať v dvojstrannej sfére) by mohli vytvoriť dodatočné prevádzkové riziká. Okrem toho, aj keď využitím základných mimoburzových derivátov („plain vanilla“) namiesto zložitejších derivátov na náhradu alebo zmenu obchodov sa pri vykonávaní vyváženia portfólia znižuje riziko v nezúčtovanom priestore, tento podiel mimoburzových derivátov by nespravovali centrálne protistrany, čo by mohlo zvýšiť riziko v kombinovanom systéme. Ak by sa mimoburzové deriváty oslobodili od zúčtovacej povinnosti, pre takéto mimoburzové deriváty by sa nevyužilo riadenie rizík poskytované centrálnym zúčtovaním. To by mohlo zvýšiť celkové riziko v centrálne zúčtovanom a v nezúčtovanom priestore dokopy, a to aj vtedy, ak by sa riziko v nezúčtovanom priestore do určitej miery v dôsledku vykonania vyváženia znížilo.

Údaje poskytnuté orgánom ESMA zobrazujú rozsiahle využívanie kompresie portfólia a vyváženia portfólia v tomto odvetví. V správe sa však nekvantifikuje zmiernenie rizika (kreditného rizika protistrany a prevádzkového rizika), ktoré tieto služby poskytujú. Posúdenie je založené skôr na dôkladnom teoretickom posúdení než na empirických údajoch, ktoré by umožnili celistvejšiu analýzu a identifikáciu potenciálnych presunov rizika. Treba uviesť, že takéto posúdenie nie je ľahké, keďže oslobodenie ešte nie je zavedené, ale možný vývoj by sa mohol lepšie objasniť na základe kvantitatívneho posúdenia podobných oslobodení v tretích krajinách, na ktoré orgán ESMA odkazuje v prílohe k tejto správe. Zatiaľ čo sa vyvážením portfólia zmierňuje riziko v rámci samotných vyvážených portfólií, zdá sa, že je ťažké posúdiť celkové zmiernenie rizika z pohľadu systematickejšieho prístupu. Zatiaľ čo orgán ESMA poskytol dôkladnú teoretickú analýzu potenciálnych problémov a určité údaje o využití týchto služieb, (zatiaľ) nie je dostatočne jasné, že výhody oslobodenia transakcií vyplývajúcich zo služieb zameraných na zníženie poobchodných rizík od zúčtovacej povinnosti prevažujú nad potenciálnymi rizikami.

**b. Možné obchádzanie zúčtovacej povinnosti**

V článku 85 ods. 3 písm. c) nariadenia EMIR sa vyžaduje, aby sa v správe Európskej komisie zvážilo, či v prípade služieb zameraných na zníženie poobchodných rizík môže oslobodenie od zúčtovacej povinnosti potenciálne viesť k obchádzaniu zúčtovacej povinnosti.

Orgán ESMA na jednej strane poukazuje na to, že služby zamerané na zníženie poobchodných rizík sa v súčasnosti vyhýbajú zúčtovacej povinnosti tak, že sa zabezpečí, aby výsledné obchody nepatrili do kategórie mimoburzových derivátov podliehajúcich zúčtovacej povinnosti, napr. komplikovanejšie swapcie namiesto derivátov „plain vanilla“. Keby sa takéto deriváty pochádzajúce zo služieb

zameraných na zníženie poobchodných rizík v budúcnosti oslobodili od zúčtovacej povinnosti, protistrany zapojené do týchto služieb by mohli využiť tieto jednoduchšie a štandardizovanejšie nástroje. Orgán ESMA sa domnieva, že je nepravdepodobné, že by takéto oslobodenie viedlo k obchádzaniu zúčtovacej povinnosti, keďže takéto deriváty by sa bez oslobodenia nikdy neuzatvorili. Len oslobodenie by umožnilo využiť ich na účely zníženia poobchodných rizík v centrálne nezúčtovanom priestore. Orgán ESMA zastáva názor, že takéto transakcie s derivátmi sú čisto „administratívne“. Nedochádzalo by k nim zo žiadneho iného dôvodu. Podľa orgánu ESMA by sa oslobodením nemali účastníci trhu stimulovať k tomu, aby používali túto techniku ako spôsob, ako sa vyhnúť centrálnemu zúčtovaniu, keďže by to neovplyvnilo mimoburzové deriváty, na ktoré sa vzťahuje zúčtovacia povinnosť vyplývajúca z bežných obchodných činností.

Na druhej strane niektoré zainteresované strany poznamenávajú, že oslobodenie od zúčtovacej povinnosti by otvorilo značné možnosti regulačnej arbitráže a „chytrého“ obchodovania na extrahovanie mimoburzových derivátov, ktoré sú v súčasnosti v zúčtovaných portfóliách, a na ich prenos do nezúčtovaného priestoru. To by mohlo pôsobiť ako stimul pre obchádzanie zúčtovacej povinnosti, čo by viedlo skôr k väčšiemu než menšiemu riziku.

Orgán ESMA s cieľom zabrániť každému takémuto obchádzaniu zúčtovacej povinnosti odporúča vypracovať podmienky pre akékoľvek oslobodenie od zúčtovacej povinnosti. Takéto podmienky by mohli obmedziť akékoľvek oslobodenie na určité mimoburzové deriváty, napr. obchody, ktoré sa uzavreli v minulosti, alebo na určité služby zamerané na zníženie poobchodných rizík. Orgán ESMA takisto navrhuje zavedenie niektorých požiadaviek na služby zamerané na zníženie poobchodných rizík, napr. mali by byť neutrálne z hľadiska trhového rizika, mali by znižovať dvojstranné riziko v portfóliu, do ktorého sú zaúčtované, a mal by ich vykonávať nezávislý poskytovateľ služieb.

Hoci požiadavky na oslobodenie od zúčtovacej povinnosti a podmienky jeho udelenia, ktoré navrhuje orgán ESMA, môžu obmedziť možnosti využitia takéhoto oslobodenia na obídenie zúčtovacej povinnosti, je potrebná ďalšia analýza. Myšlienka zmiešaných (centrálne zúčtovaných a nezúčtovaných) portfólií mimoburzových derivátov začlenených do služieb vyváženia portfólia využívajúcich oslobodenie od zúčtovacej povinnosti a skombinovania služieb zameraných na zníženie poobchodných rizík v nezúčtovanom priestore s transakciami na presun rizika na centrálne zúčtovanie (pozri koniec oddielu 3) by pozmenila vzťah medzi centrálne zúčtovaným a nezúčtovaným priestorom a skutočnosť, že v centrálne zúčtovanom a nezúčtovanom priestore by sa mali využívať rozdielne nástroje na zmierňovanie rizika.

Mala by sa takisto zvážiť ďalšia analýza možných presunov likvidity z centrálne zúčtovaného do nezúčtovaného priestoru.

**c. Možné odrádzanie od centrálneho zúčtovania**

Pokiaľ ide o možné odrádzanie od centrálneho zúčtovania, ktoré môže vzniknúť v dôsledku oslobodenia od zúčtovacej povinnosti v prípade obchodov vyplývajúcich zo služieb zameraných na zníženie poobchodných rizík, trh je rozdelený. Orgán ESMA preto dospel k záveru, že hoci neexistuje dôkaz o existencii rizika odrádzania od zúčtovacej povinnosti, táto možnosť by sa mala dôsledne monitorovať s cieľom zabezpečiť, že ak by sa vyskytlo nejaké riziko, mohlo by sa riešiť ďalšími opatreniami regulácie a/alebo dohľadu.

Ak by oslobodenie od zúčtovacej povinnosti v budúcnosti predstavovalo lacnejšiu možnosť z hľadiska kapitálových a maržových nákladov na hedžovanie obchodov v dvojstrannom priestore, mohlo by to viesť k odrádzaniu od centrálneho zúčtovania. Za takýchto okolností by dvojstranné zúčtovanie mohlo byť z hľadiska kapitálových a maržových nákladov tým ekonomicky životaschopnejšie, čím väčší je súbor vzájomného započítavania.

Dobrovoľné centrálne zúčtovanie ukazuje, že táto možnosť potenciálneho odrádzania úplne nezaniká: je celkom jasné, že protistrany, ktoré by mohli mimoburzový derivát účtovať centrálne, ale rozhodnú sa to neurobiť, to robia z toho dôvodu, že dvojstranné zúčtovanie je pre nich ekonomicky výhodné. Možné zníženie likvidity by okrem toho odrádzalo od účasti na centrálnom zúčtovaní.

Vplyv služieb zameraných na zníženie poobchodných rizík z hľadiska možného odrádzania od zúčtovania je nejednoznačný. Pri zohľadnení rozdielnych názorov zainteresovaných strán, ako aj správy orgánu ESMA by bola vhodná ďalšia analýza zo strany orgánu ESMA, najmä v súvislosti s vplyvom na stimuly centrálneho zúčtovania, ktoré sa posilňujú, keď je v centrálne zúčtovanom priestore väčšia likvidita.

## 5. Záver

V nariadení EMIR sa spoluzákonodarcovia rozhodli pre centrálne zúčtovanie ako kľúčový prvok záväzkov G20, ktorý by mal byť primárnym nástrojom na zmierňovanie rizika pre mimoburzové deriváty „plain vanilla“ podľa zúčtovacej povinnosti. Pokiaľ ide o ostatné mimoburzové deriváty, na ktoré sa nevzťahuje zúčtovacia povinnosť, mohli by sa použiť aj ďalšie, menej ďalekosiahle techniky zmierňovania rizika. Centrálnemu zúčtovaniu aj službám zameraným na zníženie poobchodných rizík sa v ich príslušných priestoroch darí. Niektoré mimoburzové deriváty by sa vo všeobecnosti mali oslobodiť od zúčtovacej povinnosti len vtedy, ak sú riziká udelenia takéhoto oslobodenia menšie ako riziká zachovania súčasnej situácie.

Orgán ESMA v spolupráci s ESRB vykonal rozsiahlu a dôkladnú analýzu služieb zameraných na zníženie poobchodných rizík. Napriek tomu však zostáva vyriešiť niekoľko dôležitých otvorených otázok. Predovšetkým niektoré aspekty správy si vyžadujú ďalšie kvantitatívne posúdenie a analýzu, aby bola Komisia schopná prijať informovanejšie rozhodnutie o akomkoľvek potenciálnom návrhu legislatívnej zmeny.

Ďalšie posúdenie si vyžadujú najmä tieto otázky:

- vymedzenie služieb zameraných na zníženie poobchodných rizík, napr. ako by sa mohli rozličné druhy zníženia poobchodných rizík vymedziť ešte konkrétnejšie,
- možné vzájomné prepojenie medzi službami zameranými na zníženie poobchodných rizík a vplyvom ich kombinovaného využitia na aspekty uvedené v tejto správe,
- významnosť rizika obchádzania zúčtovacej povinnosti, najmä možné trhové postupy, ktoré by sa mohli využívať na vykonanie takéhoto obchádzania,
- možné podmienky obmedzujúce riziko takéhoto zneužitia možného oslobodenia od zúčtovacej povinnosti,
- stimuly pre centrálne zúčtovanie pri zohľadnení možného oslobodenia od zúčtovacej povinnosti,
- hodnotenie potenciálnych presunov likvidity z centrálne zúčtovaného do nezúčtovaného priestoru.

Ďalšia práca na uvedených otázkach, najmä na vymedzeniach služieb zameraných na zníženie poobchodných rizík a zber kvantitatívnejších dôkazov, by umožnili komplexnejšie a vyváženejšie posúdenie týchto problematík, ktoré by sa mohlo zahrnúť do všeobecnej hodnotiacej správy o nariadení EMIR, ktorá by sa mala predložiť Európskemu parlamentu a Rade do 18. júna 2024[12].

[12] Článok 85 ods. 1 nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 648/2012 zo 4. júla 2012 o mimoburzových derivátoch, centrálnych protistranách a archívoch obchodných údajov.