KOMISJA
EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 12.4.2021 r.
COM(2021) 172 final

# SPRAWOZDANIE KOMISJI DLA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY

## dotyczące kwestii, czy transakcje bezpośrednio wynikające z usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka powinny być wyłączone z obowiązku rozliczania instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym na mocy EMIR

**SPRAWOZDANIE KOMISJI DLA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY**

**dotyczące kwestii, czy transakcje bezpośrednio wynikające z usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka powinny być wyłączone z obowiązku rozliczania instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym na mocy EMIR**

## 1. Wprowadzenie

W art. 85 ust. 3 lit. c) rozporządzenia (UE) nr 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji [1] (EMIR), zmienionego rozporządzeniem (UE) 2019/834 (EMIR REFIT)[2], powierza się Komisji zadanie przedłożenia Parlamentowi i Radzie sprawozdania oceniającego, czy transakcje wynikające bezpośrednio z usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka, w tym kompresji portfela, powinny być wyłączone z obowiązku rozliczania, o którym mowa w art. 4 ust. 1 EMIR. W sprawozdaniu tym należy uwzględnić zakres, w jakim usługi te ograniczają ryzyka, w szczególności ryzyko kredytowe kontrahenta i ryzyko operacyjne, oraz potencjalne możliwości obejścia obowiązku rozliczania i potencjalny czynnik zniechęcający do rozliczania centralnego.

W niniejszym sprawozdaniu uwzględniono informacje pochodzące ze sprawozdania Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA), odpowiedzi zainteresowanych stron na konsultacje publiczne przeprowadzone przez ESMA oraz wyniki dyskusji z zainteresowanymi stronami. Sprawozdanie ESMA przyjęto w dniu 10 listopada 2020 r. [3]; przygotowano je we współpracy z Europejską Radą ds. Ryzyka Systemowego (ERRS)[4] i uwzględniono w nim wyniki konsultacji publicznych[5].

## 2. Czym są usługi posttransakcyjne w zakresie redukcji ryzyka?

Nie istnieje zharmonizowana ani szeroko rozpowszechniona definicja usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka. Można jednak wyróżnić pewne wspólne cechy pozwalające w sposób niewyczerpujący opisać usługi posttransakcyjne w zakresie redukcji ryzyka jako procedury lub mechanizmy, za pomocą których kontrahenci ograniczają co najmniej jeden rodzaj ryzyka związanego z danym portfelem przy utrzymaniu neutralnego poziomu swojej ekspozycji rynkowej oraz z udziałem

---

1 Dz.U. L 201 z 27.7.2012, s. 1.

2 Dz.U. L 142 z 28.5.2019, s. 42.

3 ESMA, sprawozdanie dla Komisji Europejskiej dotyczące usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka w odniesieniu do obowiązku rozliczania (EMIR art. 85 ust. 3a), 10 listopada 2020 r., ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu)

4 ERRS, Opinia ERRS na temat sprawozdania ESMA dotyczącego usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka w odniesieniu do obowiązku rozliczania (EMIR art. 85 ust. 3a), 12 czerwca 2020 r., ESRB opinion on ESMAs report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (europa.eu)

5 ESMA, dokument konsultacyjny, sprawozdanie dotyczące usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka w odniesieniu do obowiązku rozliczania (EMIR art. 85 ust. 3a), 26 marca 2020 r., ESMA70-151-2852, esma70-151-2852_consultation_report_ptrr_services_-_article_853a_of_emir.pdf (europa.eu)

usługodawcy świadczącego usługi posttransakcyjne w zakresie redukcji ryzyka w charakterze osoby trzeciej.

Jedyną usługą posttransakcyjną w zakresie redukcji ryzyka zdefiniowaną w prawie europejskim jest kompresja portfela, którą zdefiniowano jako „usługę minimalizacji ryzyka, w ramach której co najmniej dwóch kontrahentów zbywa w całości lub częściowo niektóre bądź wszystkie instrumenty pochodne objęte przez tych kontrahentów kompresją portfela i zastępuje zbyte instrumenty pochodne innym instrumentem pochodnym, którego łączna wartość nominalna jest niższa niż łączna wartość nominalna zbytych instrumentów pochodnych”[6].

ESMA skupił się na dwóch usługach posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka: kompresji portfela oraz równoważeniu struktury portfela. W swoim sprawozdaniu ESMA podsumował ich główne cechy (zob. tabela poniżej).

| | **Kompresja portfela** | **Równoważenie struktury portfela** |
|---|---|---|
| Główny cel | Zasadniczo – obniżenie nominalnej pozostającej kwoty należnej oraz liczby transakcji, a tym samym ryzyka operacyjnego. | Redukcja ryzyka kredytowego kontrahenta. |
| Mechanizm | Zbycie w całości lub częściowo instrumentów pochodnych i (ewentualne) zastąpienie zbytych instrumentów pochodnych innymi instrumentami pochodnymi, często o niższej wartości nominalnej. | Wprowadzanie nowych instrumentów pochodnych w celu redukcji ryzyka portfela. Żadne instrumenty nie są zbywane ani zastępowane, a kwota nominalna jest raczej powiększana, a nie zmniejszana. |
| Portfel bazowy | Portfel rozliczany albo nierozliczany. | Portfele nierozliczane albo mieszane. |
| Neutralność rynkowa | Transakcje przeprowadzane z zastosowaniem symetrycznej tolerancji w stosunku do wszystkich uczestników. | Neutralność rynkową zapewnia się, wprowadzając równe kwoty ekspozycji kupna i sprzedaży. |

[6] Art. 2 ust. 1 pkt 47 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającego rozporządzenie (UE) nr 648/2012, Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 84.

*Na podstawie sprawozdania ESMA dla Komisji Europejskiej dotyczącego usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka w odniesieniu do obowiązku rozliczania (EMIR art. 85 ust. 3a), 10 listopada 2020 r., ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), s. 14.*

W związku z tym pojawia się kilka pytań. Po pierwsze, zawarte w sprawozdaniu ESMA omówienia kompresji portfela i równoważenia struktury portfela są szerokie i opisowe. Wszelkie ewentualne wyłączenia należałoby jednak starannie ująć w ramy. Oprócz tego niejasne jest, w jaki sposób odnoszą się one do definicji kompresji portfela zawartej w dorobku prawnym UE. Po drugie, chociaż usługi posttransakcyjne w zakresie redukcji ryzyka istnieją już od jakiegoś czasu, nadal się rozwijają. Ponadto nie stosuje się ich w izolacji, lecz można je łączyć – co się często zdarza – z innymi usługami. Wydaje się, że powszechną praktyką jest na przykład kompresja portfeli instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym po przeprowadzeniu operacji równoważenia struktury portfela, a zatem stosowanie obu usług łącznie. Taka praktyka może zmieniać wywoływane przez nie skutki, w tym te analizowane w niniejszym sprawozdaniu. Im większa tolerancja ryzyka przy kompresji portfela, tym bardziej zmienia się specyfika tej operacji typowo neutralnej pod względem ryzyka, co może wywoływać skutki przypominające skutki równoważenia struktury portfela.

## 3. Sprawozdanie ESMA

W sprawozdaniu ESMA skupiono się na kompresji portfela oraz optymalizacji/równoważeniu struktury portfela. Stwierdzono w nim, że kompresja portfela oraz optymalizacja/równoważenie struktury portfela stanowią użyteczne narzędzia do zarządzania ryzykiem w przypadku zarówno portfeli rozliczanych, jak i nierozliczanych.

W opinii ESMA aktualne dane liczbowe dotyczące kompresji nie umożliwiają oceny stopnia, w jakim obowiązek rozliczania utrudnił świadczenie usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka, gdyż są one realizowane zgodnie z istniejącymi wymogami regulacyjnymi. Zdaniem ESMA oznacza to, że kompresję i równoważenie stosuje się w przypadku bardziej złożonych transakcji w celu uniknięcia obowiązku rozliczania.

ESMA stwierdza dalej, że wyłączenie pewnych transakcji wynikających z kompresji i równoważenia struktury portfela pomogłoby zwiększyć stopień wykorzystywania tych usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka i przyczyniłoby się do ograniczenia ryzyka. Zdaniem ESMA wyłączenie takie umożliwiłoby łatwiejszą kompresję transakcji odziedziczonych, mogłoby zwiększyć zainteresowanie usługami posttransakcyjnymi w zakresie redukcji ryzyka wśród kontrahentów, którzy dziś korzystają z nich w mniejszym stopniu, oraz zmniejszyć stopień złożoności na rynku dzięki stosowaniu prostszych transakcji do równoważenia.

ESMA uważa, że przy braku przekonywających dowodów lub argumentów przeciwnych, pozytywne skutki przeważają m.in. nad zwiększonym obciążeniem operacyjnym uczestników rynku i organów regulacyjnych oraz nad zwiększeniem ryzyka brutto związanego z nierozliczanymi pakietami kompensowania (w przypadku równoważenia

struktury portfela). ESMA zauważa ponadto, że samo zezwolenie na wyłączenie transakcji związanych z usługami posttransakcyjnymi w zakresie redukcji ryzyka z obowiązku rozliczania, jeżeli odnoszą się one do nierozliczanych portfeli transakcji, nie zmniejszyłoby liczby transakcji rozliczanych przez kontrahenta centralnego, gdyż transakcje te w przeciwnym przypadku by nie występowały. Co więcej, ESMA jest zdania, że ryzyko związane z portfelami byłoby obecnie kompensowane z zastosowaniem instrumentów niepodlegających obowiązkowi rozliczania. Wyłączenie z obowiązku rozliczania pozwalałoby zatem, w opinii ESMA, na kompensowanie ryzyka za pomocą standaryzowanych kontraktów, które w przeciwnym wypadku podlegałyby obowiązkowi rozliczania i które są mniej ryzykowne niż instrumenty stosowane obecnie. To z kolei zmniejszyłoby ryzyko objętych kompresją albo równoważonych portfeli nierozliczanych.

Aby uniknąć niewłaściwego wykorzystywania takiego wyłączenia z obowiązku rozliczania, ESMA proponuje szereg wymogów dotyczących świadczenia usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka[7], a także pewne warunki, które należałoby spełnić, aby móc skorzystać z wyłączenia z obowiązku rozliczania, odmienne w przypadku kompresji portfela [8] i równoważenia struktury portfela [9]. Proponowane wyłączenie z obowiązku rozliczania ma zatem węższy zakres w przypadku kompresji portfela, w którym powinno ono mieć zastosowanie tylko do transakcji związanych z usługami posttransakcyjnymi w zakresie redukcji ryzyka wynikającymi bezpośrednio z kompresji transakcji nierozliczanych (przede wszystkim transakcji odziedziczonych, tj. transakcji, które dziś są nierozliczane, lecz technicznie podlegałyby obowiązkowi rozliczania, i transakcji równoważenia). W przypadku równoważenia struktury portfela wyłączenie byłoby stosowane w szerszym zakresie, ponieważ ESMA proponuje wyłączenie transakcji wynikających z równoważenia struktury portfeli nierozliczanych, jak również transakcji wynikających z portfeli mieszanych składających się z zarówno z transakcji rozliczanych centralnie, jak i z transakcji nierozliczanych. Takie szersze zastosowanie wyłączenia pozwoliłoby na zarządzanie ryzykiem różnych portfeli i miałoby wpływ na instrumenty pochodne będące przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które już są rozliczane centralnie.

## 4. Ocena Komisji

Aby móc podjąć świadomą decyzję w kwestii tego, czy transakcje bezpośrednio wynikające z usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka powinny być

---

7 ESMA, sprawozdanie dla Komisji Europejskiej dotyczące usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka w odniesieniu do obowiązku rozliczania (EMIR art. 85 ust. 3a), 10 listopada 2020 r., ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), rozdz. 8.1 pkt 332.

8 ESMA, sprawozdanie dla Komisji Europejskiej dotyczące usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka w odniesieniu do obowiązku rozliczania (EMIR art. 85 ust. 3a), 10 listopada 2020 r., ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), rozdz. 8.2 pkt 333–338.

9 ESMA, sprawozdanie dla Komisji Europejskiej dotyczące usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka w odniesieniu do obowiązku rozliczania (EMIR art. 85 ust. 3a), 10 listopada 2020 r., ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), rozdz. 8.3 pkt 339–347.

wyłączone z obowiązku rozliczania, zgodnie z art. 85 ust. 3 lit. c) EMIR Komisja ma obowiązek uwzględnić następujące trzy aspekty:

a) zakres, w jakim usługi posttransakcyjne w zakresie redukcji ryzyka ograniczają ryzyka, w szczególności ryzyko kredytowe kontrahenta i ryzyko operacyjne;
b) potencjalne możliwości obejścia obowiązku rozliczania w przypadku przyznania wyłączenia;
c) potencjalny czynnik zniechęcający do rozliczania centralnego w przypadku przyznania wyłączenia.

Uwzględniając ponadto, że obowiązek rozliczania wprowadzono w następstwie międzynarodowego zobowiązania grupy G-20 dotyczącego przyczyniania się do bezpieczniejszych i odporniejszych rynków, w niniejszym sprawozdaniu rozważa się również dowody ilościowe na korzyści wynikające z usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka, a także czy wprowadzenie takiego wyłączenia mogłoby wywołać jakiekolwiek nowe ryzyka.

**a. Zakres, w jakim usługi posttransakcyjne w zakresie redukcji ryzyka ograniczają ryzyka, w szczególności ryzyko kredytowe kontrahenta i ryzyko operacyjne**

Panuje powszechne przekonanie, że celem usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka jest zmniejszenia ryzyka w całym portfelu oraz że wszystkie transakcje ograniczające ryzyko muszą redukować ryzyko dwustronne w portfelu, w którym się je księguje.

W kwestii kompresji portfela ESMA wskazuje po pierwsze, że usługi te mają na celu zmniejszenie liczby kontraktów, kwoty nominalnej brutto albo innej miary ryzyka bez wywierania istotnego wpływu na ryzyko rynkowe portfela. Może to docelowo ograniczyć ryzyka systemowe dzięki zmniejszeniu liczby transakcji, pozycji lub nominalnej kwoty ekspozycji między kontrahentami. Jest to zgodne z międzynarodowymi opracowaniami, np. Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO) opisuje rezultat kompresji jako „zmniejszone ryzyko operacyjne dotyczące poszczególnych uczestników rynku, które może z kolei zredukować ryzyko systemowe i zwiększyć ogólną stabilność rynku finansowego”[10].

W EMIR uznano znaczenie kompresji portfela W art. 11 ust. 1 lit. b) EMIR w związku z art. 14 rozporządzenia delegowanego Komisji 149/2013[11] uznaje się, że kompresja portfela ogranicza ryzyko, oraz wprowadza się obowiązek kompresji portfela w przypadku rozliczanych niecentralnie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym. Dalsza treść motywu 30 tego

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

[11] Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 149/2013 z dnia 19 grudnia 2012 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących pośrednich uzgodnień rozliczeniowych, obowiązku rozliczania, rejestru publicznego, dostępu do systemu obrotu, kontrahentów niefinansowych, technik ograniczania ryzyka związanego z kontraktami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które nie są rozliczane przez kontrahenta centralnego, Dz.U. L 52 z 23.2.2013, s. 11.

rozporządzenia delegowanego brzmi: „Kompresja portfela może także stanowić skuteczne narzędzie ograniczania ryzyka, w zależności od czynników takich jak wielkość portfela związanego z danym kontrahentem, zapadalność, cel i stopień standaryzacji kontraktów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym. Kontrahenci finansowi i niefinansowi posiadający portfele nierozliczanych przez CCP kontraktów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które przekraczają poziom określony w niniejszym rozporządzeniu, powinni posiadać procedury mające na celu badanie możliwości dokonania kompresji portfela, która pozwoliłaby im zmniejszyć ich ryzyko kredytowe kontrahenta”.

ESMA wskazuje po drugie, że równoważenie struktury portfela ma na celu zmniejszenie nierównowagi w obrębie portfeli powstającej w związku z niemożnością kompensowania ekspozycji kredytowych z tytułu transakcji rozliczanych i transakcji dwustronnych dotyczących różnych klas aktywów niekwalifikujących się do rozliczenia. W związku z tym równoważenie struktury portfela opiera się na zawieraniu nowych kontraktów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym w celu zmniejszenia ryzyka kontrahenta przez ograniczenie pewnego rodzaju zidentyfikowanego ryzyka (tj. ryzyka stopy procentowej lub ryzyka walutowego) między dwoma kontrahentami bez zmiany transakcji w portfelu bazowym. Uczestnicy rynku postrzegają to jako sposób na redukcję ryzyka systemowego przez zmniejszenie ogólnej ekspozycji na rynku między kontrahentami.

Pod pewnymi względami zdolność obu tych usług do zmniejszania ryzyka jest jednak ograniczona. Procedury równoważenia niekoniecznie zmniejszyłyby ryzyko operacyjne, ponieważ nowo zawarte kontrakty pochodne będące przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym (objęte wyłączeniem, aby pozostały w sferze stosunków dwustronnych) mogłyby stworzyć dodatkowe ryzyko operacyjne. Ponadto nawet jeżeli stosowanie prostych instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym w miejsce bardziej złożonych instrumentów pochodnych w celu zastąpienia lub zmiany transakcji w ramach procesu równoważenia struktury portfela zmniejsza ryzyko w obszarze nierozliczanym, kontrahenci centralni nie zarządzaliby tą częścią instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, co mogłoby zwiększyć ryzyko w systemie łączonym. W praktyce, w przypadku wyłączenia z obowiązku rozliczania, takie instrumenty pochodne będące przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym nie korzystałyby z zarządzania ryzykiem, które oferuje rozliczanie centralne. Mogłoby to zwiększyć ogólne ryzyko w obszarze podlegającym rozliczaniu centralnemu oraz w obszarze nierozliczanym łącznie, nawet jeśli ryzyko w obszarze nierozliczanym zostałoby w pewnym stopniu zmniejszone za pomocą równoważenia.

Dostarczone przez ESMA dane obrazują powszechne stosowanie kompresji portfela oraz równoważenia struktury portfela w całym sektorze. W sprawozdaniu nie określono jednak ilościowo ograniczenia ryzyka (ryzyka kredytowego kontrahenta

i ryzyka operacyjnego) zapewnianego przez te usługi. Ocena opiera się raczej na dogłębnej ocenie teoretycznej, a nie na danych empirycznych, które umożliwiłyby bardziej całościową analizę i identyfikację potencjalnych zmian w zakresie ryzyka. Należy jednak przyznać, że przeprowadzenie takiej oceny nie jest łatwe, biorąc pod uwagę, że wyłączenie jeszcze nie obowiązuje; niemniej ilościowa ocena podobnych wyłączeń w państwach trzecich, do której ESMA odnosi się w załączniku do swojego sprawozdania, mogłaby dostarczyć dodatkowych informacji na ten temat. Chociaż równoważenie struktury portfela zmniejsza ryzyko w obrębie samych portfeli objętych równoważeniem, ocena ogólnego zmniejszenia ryzyka wydaje się trudna przy przyjęciu bardziej systemowej perspektywy. Chociaż ESMA przedstawił rzetelną analizę teoretyczną potencjalnych problemów i dostarczył pewnych danych dotyczących stosowania tych usług, nie jest (jeszcze) wystarczająco jasne, że korzyści z wyłączenia transakcji wynikających z usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka z obowiązku rozliczania przeważają nad potencjalnym ryzykiem.

**b. Możliwość obejścia obowiązku rozliczania**

W art. 85 ust. 3 lit. c) EMIR wymaga się, aby w sprawozdaniu Komisji Europejskiej przeanalizowano, czy wyłączenie z obowiązku rozliczania w przypadku usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka może prowadzić do obchodzenia obowiązku rozliczania.

Z jednej strony ESMA zwraca uwagę, że usługi posttransakcyjne w zakresie redukcji ryzyka pozwalają obecnie uniknąć obowiązku rozliczania przez zapewnienie, że transakcje będące ich wynikiem nie należą do kategorii instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym podlegających obowiązkowi rozliczania, np. bardziej skomplikowane swapcje zamiast prostych instrumentów pochodnych. Gdyby takie instrumenty pochodne wynikające z usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka zostały w przyszłości wyłączone z obowiązku rozliczania, kontrahenci zaangażowani w takie usługi mogliby korzystać z tych prostszych i bardziej ustandaryzowanych instrumentów. ESMA uważa za mało prawdopodobne, aby takie wyłączenie doprowadziło do obchodzenia obowiązku rozliczania, ponieważ bez tego wyłączenia kontrakty na takie instrumenty pochodne nigdy nie zostałyby zawarte. Ich wykorzystanie do celów usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka w obszarze nierozliczanym centralnie byłoby możliwe tylko dzięki wyłączeniu. ESMA postrzega takie transakcje na instrumentach pochodnych jako jedynie „administracyjne". Nie byłyby one zawierane z żadnego innego powodu. Zdaniem ESMA wyłączenie nie zachęciłoby uczestników rynku do stosowania tej techniki jako sposobu na uniknięcie rozliczania centralnego, ponieważ nie miałoby ono wpływu na instrumenty pochodne będące przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym objęte obowiązkiem rozliczania, wynikające ze zwykłej działalności handlowej.

Z drugiej strony niektóre zainteresowane strony zauważyły, że wyłączenie z obowiązku rozliczania stworzyłoby znaczące możliwości dla arbitrażu

regulacyjnego oraz „sprytnego” obrotu w celu wyodrębnienia instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które obecnie znajdują się w portfelach rozliczanych, i przeniesienia ich do obszaru nierozliczanego. Mogłoby to stanowić zachętę do obchodzenia obowiązku rozliczania i doprowadzić do zwiększenia ryzyka zamiast do jego ograniczenia.

Aby uniknąć takiego obchodzenia obowiązku rozliczania, ESMA zaleca opracowanie warunków ewentualnego wyłączenia z obowiązku rozliczania. Warunki takie mogłyby ograniczać wszelkie wyłączenia do niektórych instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, np. transakcji odziedziczonych, lub do niektórych usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka. ESMA sugeruje również wprowadzenie pewnych wymogów dla usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka, np. powinny być one neutralne pod względem ryzyka rynkowego, powinny zmniejszać ryzyko dwustronne w portfelu, w którym są zaksięgowane, oraz powinny być świadczone przez niezależnego usługodawcę.

Chociaż proponowane przez ESMA wymogi i warunki dotyczące wyłączenia z obowiązku rozliczania mogą ograniczać możliwości stosowania takiego wyłączenia w celu obejścia obowiązku rozliczania, konieczna jest dalsza analiza. W szczególności zamysł włączenia mieszanych (rozliczanych centralnie i nierozliczanych) portfeli instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym do usług równoważenia struktury portfela korzystających z wyłączenia z obowiązku rozliczania oraz łączenia usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka w obszarze nierozliczanym z transakcjami mającymi na celu przeniesienie ryzyka do rozliczania centralnego (zob. końcowa część pkt 3) zmieniłby relację między obszarem rozliczanym centralnie a obszarem nierozliczanym oraz fakt, że w obszarze rozliczanym centralnie i obszarze nierozliczanym należy stosować różne narzędzia ograniczania ryzyka.

Należy również rozważyć dalszą analizę możliwych przesunięć płynności z obszaru rozliczanego centralnie do obszaru nierozliczanego.

**c. Potencjalne czynniki zniechęcające do rozliczania centralnego**

Rynek jest podzielony w kwestii potencjalnych czynników zniechęcających do rozliczania centralnego, które mogą pojawić się w wyniku wyłączenia z obowiązku rozliczania w przypadku transakcji wynikających z usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka. ESMA stwierdza zatem, że chociaż nie ma żadnych dowodów potwierdzających istnienie ryzyka zniechęcania do obowiązku rozliczania, należy je uważnie monitorować, aby zagwarantować, że w przypadku urzeczywistnienia się jakiegokolwiek ryzyka można będzie je wyeliminować w drodze dalszych regulacji lub środków nadzoru.

Gdyby w przyszłości wyłączenie z obowiązku rozliczania stanowiło tańszy wariant pod względem kosztów kapitału i depozytów zabezpieczających dla zabezpieczeń

transakcji w obszarze dwustronnym, mogłoby to zniechęcić do rozliczania centralnego. W takich okolicznościach dokonywanie wyłącznie rozliczeń dwustronnych może być bardziej opłacalne pod względem kosztów kapitału i depozytów zabezpieczających, im większy jest pakiet kompensowania.

Dobrowolne rozliczanie centralne pokazuje, że ten potencjalny czynnik zniechęcający nie znika całkowicie: jest dosyć oczywiste, że kontrahenci, którzy mogliby rozliczać centralnie instrumenty pochodne będące przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, ale decydują się tego nie robić, dokonują takiego wyboru, ponieważ rozliczenia dwustronne są dla nich ekonomicznie uzasadnione. Ponadto do uczestnictwa w rozliczaniu centralnym zniechęcałoby możliwe ograniczenie płynności.

Wpływ usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka w kontekście możliwego zniechęcania do rozliczania nie jest jednoznaczny. Biorąc pod uwagę rozbieżne opinie zainteresowanych stron oraz sprawozdanie ESMA, korzystne byłoby przeprowadzenie przez ESMA dalszej analizy, w szczególności w zakresie wpływu na zachęty do rozliczania centralnego, które są silniejsze w przypadku większej płynności w obszarze rozliczanym centralnie.

## 5. Wniosek

W EMIR współustawodawcy opowiedzieli się za rozliczaniem centralnym jako kluczowym elementem zobowiązań podjętych przez grupę G-20, które powinno być podstawowym narzędziem ograniczania ryzyka w odniesieniu do prostych instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym i objętych obowiązkiem rozliczania. Inne, nie tak daleko idące techniki ograniczania ryzyka powinny być stosowane w odniesieniu do innych instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które nie są objęte obowiązkiem rozliczania. Zarówno rozliczanie centralne, jak i usługi posttransakcyjne w zakresie redukcji ryzyka dobrze rozwijają się w swoich obszarach. Ogólnie rzecz biorąc, niektóre instrumenty pochodne będące przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym powinny być wyłączone z obowiązku rozliczania wyłącznie w przypadku, gdy ryzyko związane z udzieleniem takiego wyłączenia jest mniejsze niż ryzyko związane z utrzymaniem obecnej sytuacji.

ESMA we współpracy z ERRS przeprowadził szeroko zakrojoną i wnikliwą analizę usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka. Nie udało się jednak nadal odpowiedzieć na istotne pytania. W szczególności niektóre aspekty sprawozdania wymagają dalszej oceny i analizy ilościowej, aby Komisja mogła podjąć bardziej świadomą decyzję w sprawie wszelkich potencjalnych propozycji zmian legislacyjnych.

Dalszej analizy wymagają zwłaszcza następujące kwestie:

- definicja usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka, np. w jaki sposób można bardziej konkretnie zdefiniować różne rodzaje tych usług;

- możliwe wzajemne powiązania między usługami posttransakcyjnymi w zakresie redukcji ryzyka oraz wpływ ich łącznego stosowania na aspekty poruszone w niniejszym sprawozdaniu;
- istotność ryzyka obchodzenia obowiązku rozliczania, w szczególności możliwe praktyki rynkowe, które mogłyby zostać wykorzystane do takiego obchodzenia wymogów;
- możliwe warunki ograniczające ryzyko takiego nadużycia możliwego wyłączenia z obowiązku rozliczania;
- czynniki zachęcające do centralnego rozliczania przy uwzględnieniu możliwego wyłączenia z obowiązku rozliczania;
- ocena potencjalnych przesunięć płynności z obszaru rozliczanego centralnie do obszaru nierozliczanego.

Dalsze prace nad wyżej wymienionymi kwestiami, w szczególności nad definicjami usług posttransakcyjnych w zakresie redukcji ryzyka, oraz zgromadzenie większej liczby dowodów ilościowych umożliwiłyby bardziej kompleksową i dogłębną ocenę tych kwestii, która mogłaby zostać uwzględniona w ogólnym sprawozdaniu z oceny EMIR, które należy przedłożyć Parlamentowi Europejskiemu i Radzie do dnia 18 czerwca 2024 r.[12]

[12] Art. 85 ust. 1 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji.