EUROPSKA
KOMISIJA

Bruxelles, 12.4.2021.
COM(2021) 172 final

IZVJEŠĆE KOMISIJE EUROPSKOM PARLAMENTU I VIJEĆU

o tome trebaju li se transakcije koje izravno proizlaze iz usluga smanjenja rizika nakon trgovanja izuzeti od obveze poravnanja za OTC izvedenice na temelju EMIR-a

IZVJEŠĆE KOMISIJE EUROPSKOM PARLAMENTU I VIJEĆU

o tome trebaju li se transakcije koje izravno proizlaze iz usluga smanjenja rizika nakon trgovanja izuzeti od obveze poravnanja za OTC izvedenice na temelju EMIR-a

1. Uvod

U članku 85. stavku 3. točki (c) Uredbe (EU) br. 648/2012 o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju [1] (EMIR) kako je izmijenjena Uredbom (EU) 2019/834 (EMIR REFIT) [2] propisano je da Komisija Europskom parlamentu i Vijeću treba podnijeti izvješće o tome trebaju li se transakcije koje izravno proizlaze iz usluga smanjenja rizika nakon trgovanja, uključujući kompresiju portfelja, izuzeti od obveze poravnanja iz članka 4. stavka 1. EMIR-a. U izvješću bi trebalo uzeti u obzir u kojoj se mjeri tim uslugama smanjuju rizici, posebno kreditni rizik druge ugovorne strane i operativni rizik, potencijal za izbjegavanje obveze poravnanja i potencijal za odvraćanje od središnjeg poravnanja.

U ovom su izvješću uzeti u obzir podaci iz izvješća Europskog nadzornog tijela za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA), odgovori sudionika u javnoj raspravi koju je provela ESMA i rasprave s dionicima. Izvješće ESMA-e doneseno je 10. studenoga 2020.[3]; pripremljeno je u suradnji s Europskim odborom za sistemske rizike (ESRB)[4], uzimajući u obzir rezultate javne rasprave[5].

2. Što su usluge smanjenja rizika nakon trgovanja?

Ne postoji usklađena ili ustaljena definicija usluga smanjenja rizika nakon trgovanja. Međutim, te usluge dijele neke značajke zbog kojih se mogu nepotpuno opisati kao postupci ili mehanizmi kojima druge ugovorne strane smanjuju jednu ili više vrsta rizika portfelja, održavajući pritom svoju tržišnu izloženost neutralnom i uz intervenciju pružatelja usluga smanjenja rizika nakon trgovanja kao treće strane.

Jedina usluga smanjenja rizika nakon trgovanja definirana u pravu Unije je kompresija portfelja, definirana kao „usluga smanjenja rizika u kojoj dvije ili više drugih ugovornih strana u cijelosti ili djelomično likvidiraju neke ili sve izvedenice koje su te ugovorne

---

1 SL L 201, 27.7.2012., str. 1.

2 SL 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)), 10 November 2020, ESMA70-156-3351* (Izvješće Europskoj komisiji o uslugama smanjenja rizika nakon trgovanja u pogledu obveze poravnanja (članak 85. stavak 3. točka (a) EMIR-a, 10. studenoga 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))12 June 2020* (ESRB, Mišljenje ESRB-a o ESMA-inu izvješću o uslugama smanjenja rizika nakon trgovanja u pogledu obveze poravnanja (članak 85. stavak 3. točka (a) EMIR-a), 12. lipnja 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), 26 March 2020, ESMA70-151-2852*, (ESMA, Savjetodavni dokument, Izvješće o uslugama smanjenja rizika nakon trgovanja u pogledu obveze poravnanja (članak 85. stavak 3. točka (a) EMIR-a), 26. ožujka 2020., ESMA70-151-2852, esma70-151-2852_consultation_report_ptrr_services_-_article_853a_of_emir.pdf (europa.eu).

strane predložile za uključenje u kompresiju portfelja, a likvidirane izvedenice zamjenjuju drugom izvedenicom čija je kombinirana zamišljena vrijednost manja od kombinirane zamišljene vrijednosti likvidiranih izvedenica"[6].

ESMA je fokusirana na dvije usluge smanjenja rizika nakon trgovanja: kompresiju portfelja i rebalans portfelja. ESMA u svojem izvješću sažeto navodi njihove glavne karakteristike (vidjeti tablicu u nastavku).

	Kompresija portfelja	**Rebalans portfelja**
Glavna svrha	U načelu smanjiti nepodmirene zamišljene vrijednosti i broj transakcija, a samim time i operativni rizik.	Smanjiti kreditni rizik druge ugovorne strane.
Mehanizam	Potpuno ili djelomično zaključenje transakcije i (s vremenom) zamjena likvidirane izvedenice novim transakcijama često smanjene zamišljene vrijednosti.	Pokretanje novih transakcija radi smanjenja rizika portfelja. Bez zaključenja i zamjenskih transakcija, zamišljena se vrijednost povećava, a ne smanjuje.
Temeljni portfelj	Poravnani ili neporavnani portfelj.	Neporavnani ili miješani portfelji.
Tržišna neutralnost	Transakcije se izvršavaju primjenom simetričnih odstupanja na sve sudionike.	Tržišna neutralnost osigurava se jednakim iznosima prodajne i kupovne izloženosti.

Na temelju: ESMA Report to the European Commission on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a), 10 November 2020, ESMA70-156-3351 (ESMA, Izvješće Europskoj komisiji o uslugama smanjenja rizika nakon trgovanja u pogledu obveze poravnanja (članak 85. stavak 3. točka (a) EMIR-a, 10. studenoga 2020., ESMA70-156-3351, str. 14.), *ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu)*.

To otvara nekoliko pitanja. Prvo, objašnjenja kompresije i rebalansa portfelja u ESMA-inu izvješću općenita su i opisna. Svako potencijalno izuzeće mora se, međutim, pažljivo definirati. Osim toga, nije jasno kako su ta objašnjenja povezana s definicijom kompresije portfelja u pravnoj stečevini Unije. Drugo, iako postoje već nekoliko godina, usluge

[6] Članak 2. stavak 1. točka 47. Uredbe (EU) br. 600/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištima financijskih instrumenata i izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012, SL L 173, 12.6.2014., str. 84.–148.

smanjenja rizika nakon trgovanja još se razvijaju. Štoviše, ne primjenjuju se zasebno, već se često kombiniraju. Po svemu sudeći, kompresija portfelja npr. OTC izvedenica nakon postupka rebalansa portfelja ustaljena je praksa, a samim time i kombinacija tih dviju usluga, što može izmijeniti učinke, uključujući one ispitane u tom izvješću. Što su veće tolerancije rizika koje se primjenjuju u kompresiji portfelja, to će postupak koji je obično neutralan s obzirom na rizik imati veći učinak na njezine karakteristike, uz potencijalne učinke slične rebalansu portfelja.

3. Izvješće ESMA-e

ESMA-ino izvješće fokusirano je na kompresiju portfelja i optimizaciju/rebalans portfelja. U njemu je zaključeno da su kompresija portfelja i optimizacija/rebalans portfelja korisni instrumenti za upravljanje rizicima u poravnanim i neporavnanim portfeljima.

ESMA smatra da se na temelju postojećih podataka o kompresiji ne može procijeniti u kojoj je mjeri obveza poravnanja otežavala usluge smanjenja rizika nakon trgovanja jer se one obavljaju u skladu s postojećim regulatornim zahtjevima. ESMA smatra da to implicira da se u kompresiji i rebalansu koriste složenije transakcije da bi se izbjegla obveza poravnanja.

ESMA dodatno zaključuje da bi izuzeće određenih transakcija koje proizlaze iz postupaka kompresije i rebalansa portfelja povećalo primjenu usluga smanjenja rizika nakon trgovanja i doprinijelo smanjenju rizika. ESMA smatra da bi takvo izuzeće omogućilo jednostavniju kompresiju prošlih transakcija, povećanje sudjelovanja trenutačno manje zainteresiranih drugih ugovornih strana u uslugama smanjenja rizika nakon trgovanja i smanjenje složenosti tržišta jednostavnijim transakcijama za rebalans.

U nedostatku uvjerljivih dokaza ili obrazloženja koji ukazuju na suprotno, ESMA smatra da pozitivni učinci nadilaze, među ostalim, povećanje operativnog opterećenja za sudionike na tržištu i regulatore i povećanje bruto rizika u neporavnanim skupovima za netiranje (u slučaju rebalansa portfelja). ESMA dalje napominje da izuzeće transakcija za smanjenje rizika nakon trgovanja od obveze poravnanja kad se odnose na neporavnane portfelje transakcija samo po sebi ne bi smanjilo količinu transakcija čije poravnanje obavlja središnja druga ugovorna strana jer takve transakcije inače ne bi postojale. Naime, ESMA smatra da bi se rizik u portfeljima zasad poništio primjenom instrumenata koji ne podliježu obvezi poravnanja. Stoga bi, prema ESMA-inu mišljenju, izuzeće od obveze poravnanja omogućilo poništenje rizika standardiziranim ugovorima koji bi inače podlijegali obvezi poravnanja i koji nisu tako rizični kao instrumenti koji se trenutačno koriste. Time bi se pak smanjio rizik neporavnanih portfelja nakon provedbe kompresije ili rebalansa.

Kako bi se izbjegla zloupotreba takvog izuzeća od obveze poravnanja, ESMA predlaže brojne zahtjeve za pružanje usluga smanjenja rizika nakon trgovanja[7] i određene uvjete za

[7] ESMA, *Report to the European Commission, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a), 10 November 2020, ESMA70-156-3351* (ESMA, Izvješće Europskoj komisiji o uslugama smanjenja rizika nakon trgovanja u pogledu obveze poravnanja (članak 85.

primjenu izuzeća od obveze poravnanja, s time da razlikuje uvjete za kompresiju portfelja s jedne strane[8] i rebalans portfelja s druge strane[9]. Stoga je primjena predloženog izuzeća uža za kompresiju portfelja jer bi se izuzeće od obveze poravnanja trebalo primjenjivati samo na transakcije smanjenja rizika nakon trgovanja koje izravno proizlaze iz kompresija neporavnanih transakcija (prvenstveno prošle transakcije, tj. transakcije koje su trenutačno neporavnane, ali bi tehnički mogle podlijegati obvezi poravnanja, i transakcije za rebalans). U slučaju rebalansa portfelja, izuzeće bi se šire primjenjivalo jer ESMA predlaže da se izuzmu transakcije koje proizlaze iz rebalansa neporavnanih portfelja i one koje proizlaze iz miješanih portfelja koji se sastoje od transakcija čije poravnanje obavlja odnosno ne obavlja središnja druga ugovorna strana. Ta šira primjena izuzeća omogućila bi upravljanje rizicima raznih portfelja i pritom bi utjecala na OTC izvedenice čije je poravnanje već obavljeno posredstvom središnje druge ugovorne strane.

4. Procjena Komisije

Za donošenje utemeljene odluke o tome trebaju li se transakcije koje izravno proizlaze iz usluga smanjenja rizika nakon trgovanja izuzeti od obveze poravnanja, člankom 85. stavkom 3. točkom (c) EMIR-a propisano je da Komisija uzima u obzir sljedeća tri aspekta:

a) u kojoj se mjeri uslugama smanjenja rizika nakon trgovanja smanjuju rizici, posebno kreditni rizik druge ugovorne strane i operativni rizik;
b) potencijal za izbjegavanje obveze poravnanja u slučaju odobrenja izuzeća;
c) potencijal za odvraćanje od središnjeg poravnanja u slučaju odobrenja izuzeća.

Osim toga, s obzirom na to da je obveza poravnanja uvedena na temelju međunarodne obveze skupine G-20 o doprinosu sigurnijim i otpornijim tržištima, u tom se izvješću razmatraju i kvantitativni dokazi o koristima usluga smanjenja rizika nakon trgovanja i o tome može li uvođenje tog izuzeća uzrokovati nove rizike.

a. Razmjer smanjenja rizika uslugama smanjenja rizika nakon trgovanja, posebno kreditnog rizika druge ugovorne strane i operativnog rizika

Općenito se smatra da se uslugama smanjenja rizika nakon trgovanja nastoji smanjiti rizik ukupnog portfelja te da svaka transakcija smanjenja rizika mora smanjiti bilateralni rizik portfelja u koji je ta transakcija raspoređena.

---

stavak 3. točka (a) EMIR-a), 10. studenoga 2020. ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), poglavlje 8.1. t. 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)), 10 November 2020, ESMA70-156-3351* (ESMA, Izvješće Europskoj komisiji o uslugama smanjenja rizika nakon trgovanja u pogledu obveze poravnanja (članak 85. stavak 3. točka (a) EMIR-a, 10. studenoga 2020., ESMA70-156-3351), ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), poglavlje 8.2., t. od 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)), 10 November 2020, ESMA70-156-3351* (Izvješće Europskoj komisiji o uslugama smanjenja rizika nakon trgovanja u pogledu obveze poravnanja (članak 85. stavak 3. točka (a) EMIR-a), 10. studenoga 2020.), ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), poglavlje 8.3. t. od 339. do 347.

Prvo, kad je riječ o kompresiji portfelja, ESMA navodi da je cilj tih usluga smanjiti broj ugovora, bruto zamišljenu vrijednost ili drugu mjeru rizika bez znatnog učinka na tržišni rizik portfelja. Time bi se u konačnici mogli smanjiti sistemski rizici jer se smanjuje broj transakcija, stavke i/ili zamišljena izloženost između drugih ugovornih strana. To je u skladu s onime što na međunarodnoj razini poduzima npr. Međunarodna organizacija komisija za vrijednosne papire (IOSCO) koja ishod kompresije opisuje kao „smanjenje operativnog rizika za pojedinačne sudionike na tržištu koje bi, pak, moglo smanjiti sistemske rizike i poboljšati ukupnu stabilnost financijskog tržišta”[10].

Uloga kompresije portfelja potvrđena je u EMIR-u. U članku 11. stavku 1. točki (b) EMIR-a u vezi s člankom 14. Delegirane uredbe Komisije (EU) br. 149/2013[11] potvrđuje se da kompresija portfelja smanjuje rizike i propisuje njezina primjena na OTC izvedenice čije poravnanje ne obavlja središnja druga ugovorna strana. Uvodna izjava 30. te delegirane uredbe glasi: „Sažimanje portfelja može također biti učinkovit alat za potrebe smanjenja rizika, ovisno o okolnostima poput veličine portfelja kod druge ugovorne stranke, dospijeća, svrhe i stupnja standardizacije ugovora o OTC izvedenicama. Financijske druge ugovorne stranke i nefinancijske druge ugovorne stranke koje imaju portfelj ugovora o OTC izvedenicama čije se poravnanje ne obavlja posredstvom središnje druge ugovorne stranke iznad razine utvrđene ovom Uredbom trebaju imati uspostavljene postupke za analizu mogućnosti upotrebe sažimanja portfelja koja bi im omogućila smanjenje rizika druge ugovorne stranke.”

Drugo, ESMA navodi da se rebalansom portfelja nastoje smanjiti neravnoteže unutar portfeljâ koje nastaju zbog nemogućnosti da se kreditne izloženosti poravnanih transakcija netiraju bilateralnim transakcijama s različitim vrstama imovine koje nisu prihvatljive za poravnanje. Rebalans portfelja temelji se na novim OTC izvedenicama koje se ugovaraju radi smanjenja rizika drugih ugovornih strana tako što se smanjuje određeni rizik (tj. rizik kamatne stope ili valutni rizik) utvrđen između dviju drugih ugovornih strana bez promjene transakcija u temeljnom portfelju. Sudionici na tržištu smatraju da se na taj način, smanjenjem ukupne izloženosti između drugih ugovornih strana na tržištu, smanjuje sistemski rizik.

Međutim, mogućnost smanjenja rizika tim dvjema uslugama u nekim je aspektima ograničena. Postupcima rebalansa ne bi se nužno smanjili operativni rizici jer bi nove ugovorene OTC izvedenice (za koje se dopusti izuzeće da bi ostale u bilateralnoj sferi) mogle uzrokovati dodatne operativne rizike. Osim toga, čak i ako se za rebalans portfelja umjesto složenijih izvedenica za zamjenu ili izmjenu transakcija u

[10] FR09/2015, 28. siječnja 2015., str. 13, FR01/2015 Risk Mitigation Standards for Non-centrally Cleared OTC Derivatives (iosco.org) (Standardi smanjenja rizika za OTC izvedenice čija poravnanja ne obavljaju središnje druge ugovorne strane).

[11] Delegirana uredba Komisije (EU) br. 149/2013 od 19. prosinca 2012. o dopuni Uredbe (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća vezano uz regulatorne tehničke standarde o dogovorima o posrednom poravnanju, obvezi poravnanja, javnom registru, pristupu mjestu trgovanja, nefinancijskim drugim ugovornim strankama i tehnikama smanjenja rizika za ugovore o OTC izvedenicama čije se poravnanje ne obavlja posredstvom središnje druge ugovorne stranke, SL L 52, 23.2.2013., str. 11.

postupku rebalansa portfelja smanji rizik u sustavu bez obveze poravnanja, središnje druge ugovorne strane ne bi mogle upravljati tim dijelom OTC izvedenica, što bi moglo povećati rizik u kombiniranom sustavu. Naime, ako se te OTC izvedenice izuzmu od obveze poravnanja, ne bi im pogodovalo upravljanje rizicima u sustavu središnjeg poravnanja. Time bi se mogao povećati ukupni rizik sustava središnjeg poravnanja i sustava bez obveze središnjeg poravnanja, čak i ako se rizik u potonjem sustavu u određenoj mjeri smanji postupkom rebalansa.

Podaci koje navodi ESMA ilustriraju široku primjenu kompresije i rebalansa portfelja u sektoru. Međutim, u izvješću nije kvantificirano smanjenje rizika (kreditni rizik drugih ugovornih strana i operativni rizik) koje se postiže tim uslugama. Procjena se temelji na detaljnoj teoretskoj procjeni, a ne na empirijskim podacima koji bi omogućili sveobuhvatniju analizu i utvrđivanje potencijalnog prijenosa rizika. Međutim, treba znati da takva procjena nije jednostavna jer izuzeće još nije uvedeno, no dodatna pojašnjenja mogu se potražiti u kvantitativnoj procjeni sličnih izuzeća u trećim zemljama, na koju ESMA upućuje u prilogu svojem izvješću. Iako se rebalansom portfelja smanjuju rizici u okviru samih portfelja nakon provedbe rebalansa, čini se da je teško procijeniti ukupno smanjenje rizika na razini sustava. Iako je ESMA provela pouzdanu teorijsku analizu potencijalnih problema i navela određene podatke o primjeni tih usluga, (još) nije dovoljno jasno kako prednosti izuzeća od obveze poravnanja za transakcije koje proizlaze iz usluga smanjenja rizika nakon trgovanja nadilaze potencijalne rizike.

b. Potencijal za izbjegavanje obveze poravnanja

Člankom 85. stavkom 3. točkom (c) EMIR-a propisano je da Europska komisija u svojem izvješću razmatra ima li izuzeće od obveze poravnanja za usluge smanjenja rizika nakon trgovanja potencijal za izbjegavanje obveze poravnanja.

S jedne strane, ESMA ističe da usluge smanjenja rizika nakon trgovanja zasad izbjegavaju obvezu poravnanja tako što se osigura da transakcije koje proizlaze iz tih usluga ne budu u kategoriji OTC izvedenica koje podliježu obvezi poravnanja, npr. složenije opcije za ugovor o razmjeni umjesto standardnih izvedenica. Ako se te izvedenice koje proizlaze iz usluga smanjenja rizika nakon trgovanja ubuduće izuzmu od obveze poravnanja, druge ugovorne strane uključene u usluge smanjenja rizika nakon trgovanja mogle bi primjenjivati te jednostavnije i standardiziranije instrumente. ESMA smatra da nije vjerojatno da bi to izuzeće rezultiralo izbjegavanjem obveze poravnanja jer se bez izuzeća takvi ugovori o izvedenicama ne bi ni sklapali. Njihova se primjena za potrebe smanjenja rizika nakon trgovanja u sustavu bez obveze središnjeg poravnanja može omogućiti samo izuzećem. ESMA smatra da su te transakcije s izvedenicama samo „administrativne”. Ne postoje drugi razlozi za ugovaranje tih transakcija. ESMA smatra da izuzeće ne bi potaknulo sudionike na tržištu da primjenom te tehnike izbjegavaju središnje poravnanje jer to ne bi utjecalo na OTC izvedenice na koje se obveza poravnanja primjenjuje u redovnim aktivnostima trgovanja.

S druge strane, neki dionici napominju da bi izuzeće od obveze poravnanja otvorilo razne mogućnosti za regulatornu arbitražu i „pametno" trgovanje kojima bi se OTC izvedenice koje su trenutačno u poravnanim portfeljima prenijele u sustav bez obveze središnjeg poravnanja. To bi moglo biti poticaj za izbjegavanje obveze poravnanja što bi uzrokovalo veći, a ne manji rizik.

Kako bi se spriječilo izbjegavanje obveze poravnanja, ESMA preporučuje da se utvrde uvjeti za sva izuzeća od obveze poravnanja. Tim bi se uvjetima mogla ograničiti sva izuzeća za određene OTC izvedenice, kao što su prošle transakcije, ili za određene usluge smanjenja rizika nakon trgovanja. ESMA predlaže i uvođenje nekih zahtjeva za usluge smanjenja rizika nakon trgovanja, npr. da bi usluge trebale biti neutralne s obzirom na tržišni rizik, smanjenje bilateralnog rizika u portfelju u koji su raspoređene i da ih treba obavljati neovisni pružatelj usluga.

Iako bi zahtjevi i uvjeti za izuzeća od obveze poravnanja koje ESMA predlaže mogli ograničiti mogućnosti za primjenu izuzeća za izbjegavanje obveze poravnanja, potrebna je dodatna analiza. Posebno bi prijedlog da se miješani portfelji OTC izvedenica (sa središnjim poravnanjem i bez njega) uključe u usluge rebalansa portfelja kojima pogoduje izuzeće od obveze poravnanja i da se kombiniraju usluge smanjenja rizika nakon trgovanja u sustavu bez obveze središnjeg poravnanja i transakcije namijenjene prebacivanju rizika na središnje poravnanje (vidjeti kraj odjeljka 3.) utjecala bi na odnos sustava središnjeg poravnanja i sustava bez obveze središnjeg poravnanja, kao i činjenica da bi se u tim sustavima trebali koristiti različiti instrumenti za smanjenje rizika.

Potrebno je razmotriti i daljnju analizu mogućeg prebacivanja likvidnosti sa sustava središnjeg poravnanje na sustav bez obveze središnjeg poravnanja.

c. Potencijal za odvraćanje od središnjeg poravnanja

Tržište je podijeljeno kad je riječ o potencijalu za odvraćanje od središnjeg poravnanja koji može nastati zbog izuzeća od obveze poravnanja za transakcije koje proizlaze iz usluga smanjenja rizika nakon trgovanja. Stoga ESMA zaključuje da iako nema dokaza o riziku od odvraćanja od obveze poravnanja, to treba pažljivo pratiti kako bi se osiguralo da se svaki rizik koji se ostvari može ukloniti dodatnim propisom i/ili nadzornim mjerama.

Ako izuzeće od obveze poravnanja ubuduće bude povoljnija opcija u smislu kapitalnih i graničnih troškova zaštite transakcija u bilateralnoj sferi, to bi moglo rezultirati odvraćanjem od središnjeg poravnanja. U takvim bi okolnostima bilateralno poravnanje moglo biti isplativije u smislu kapitalnih i graničnih troškova što je veći skup netiranja.

Dobrovoljno središnje poravnanje pokazuje da taj potencijal za odvraćanje nije sasvim nestao: očito je da druge ugovorne strane koje bi se mogle odlučiti na središnje poravnanje OTC izvedenica odabiru bilateralno poravnanje zbog

ekonomskih razloga. Nadalje, moguće smanjenje likvidnosti odvraćalo bi od sudjelovanja u središnjem poravnanju.

Učinak usluga smanjenja rizika nakon trgovanja u smislu potencijala za odvraćanje od poravnanja nije jasan. Uzimajući u obzir različita stajališta dionika i izvješće ESMA-e, bilo bi korisno da ESMA provede dodatnu analizu, posebno analizu učinka na poticaje za središnje poravnanje koji su snažniji kada je sustav središnjeg poravnanja likvidniji.

5. Zaključak

Suzakonodavci su u EMIR-u odabrali središnje poravnanje kao ključni element obveza skupine G-20 koji bi trebao biti glavni instrument za smanjenje rizika za standardne OTC izvedenice na koje se primjenjuje obveza poravnanja. Druge tehnike smanjenja rizika koje nisu tako sveobuhvatne trebale bi se primjenjivati na druge OTC izvedenice na koje se ne primjenjuje obveza poravnanja. Središnje poravnanje i usluge smanjenja rizika nakon trgovanja uspješno se primjenjuju u odgovarajućim sustavima. Općenito govoreći, određene OTC izvedenice trebalo bi izuzeti od obveze poravnanja ako su rizici odobravanja tog izuzeća manji od rizika održavanja sadašnje situacije.

ESMA je u suradnji s ESRB-om provela opsežnu i temeljitu analizu usluga smanjenja rizika nakon trgovanja. Međutim, neka važna pitanja još nisu riješena. Osobito neki aspekti izvješća iziskuju dodatnu kvantitativnu procjenu i analizu kako bi Komisija bila bolje informirana pri donošenju odluka o potencijalnim prijedlozima zakonodavne promjene.

Naime, potrebno je dodatno razmotriti sljedeća pitanja:

- definiciju usluga smanjenja rizika nakon trgovanja, npr. kako bi se različite vrste usluga smanjenja rizika nakon trgovanja mogle točnije definirati,
- moguću međupovezanost usluga smanjenja rizika nakon trgovanja i učinak njihove kombinirane primjene na aspekte iznesene u ovom izvješću,
- znatnost rizika izbjegavanja obveze poravnanja, posebno moguće tržišne prakse koje bi se mogle iskoristiti za izbjegavanje te obveze,
- moguće uvjete kojima bi se ograničio rizik od takve zloupotrebe mogućeg izuzeća od obveze poravnanja,
- poticaje za središnje poravnanje, uzimajući u obzir moguće izuzeće od obveze poravnanja,
- procjenu mogućeg prebacivanja likvidnosti iz sustava središnjeg poravnanja na sustav bez obveze poravnanja.

Daljnji rad na navedenim pitanjima, posebice na definicijama usluga smanjenja rizika nakon trgovanja i prikupljanju dodatnih kvantitativnih dokaza, omogućio bi sveobuhvatniju i cjelovitiju procjenu pitanja, koja bi se mogla uključiti u opće izvješće o

procjeni EMIR-a, koje bi Europskom parlamentu i Vijeću trebalo podnijeti do 18. lipnja 2024[12].

[12] Članak 85. stavak 1. Uredbe (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju.