ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ
ΕΠΙΤΡΟΠΗ

Βρυξέλλες, 12.4.2021
COM(2021) 172 final

ΕΚΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ ΚΑΙ ΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

σχετικά με το κατά πόσον οι συναλλαγές που απορρέουν άμεσα από υπηρεσίες μετασυναλλακτικού περιορισμού του κινδύνου θα πρέπει να εξαιρούνται από την υποχρέωση εκκαθάρισης για εξωχρηματιστηριακά παράγωγα σύμφωνα με τον κανονισμό EMIR

ΕΚΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ ΚΑΙ ΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

σχετικά με το κατά πόσον οι συναλλαγές που απορρέουν άμεσα από υπηρεσίες μετασυναλλακτικού περιορισμού του κινδύνου θα πρέπει να εξαιρούνται από την υποχρέωση εκκαθάρισης για εξωχρηματιστηριακά παράγωγα σύμφωνα με τον κανονισμό EMIR

1. Εισαγωγή

Σύμφωνα με το άρθρο 85 παράγραφος 3 στοιχείο γ) του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012 για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών[1] (στο εξής: κανονισμός EMIR), όπως τροποποιήθηκε με τον κανονισμό (ΕΕ) 2019/834 (στο εξής: κανονισμός EMIR REFIT)[2], δίδεται στην Επιτροπή η εντολή να υποβάλει στο Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο έκθεση στην οποία αξιολογείται κατά πόσον τυχόν συναλλαγές που απορρέουν άμεσα από υπηρεσίες μετασυναλλακτικού περιορισμού του κινδύνου, συμπεριλαμβανομένης της συμπίεσης χαρτοφυλακίου, θα πρέπει να εξαιρούνται από την υποχρέωση εκκαθάρισης που αναφέρεται στο άρθρο 4 παράγραφος 1 του κανονισμού EMIR. Η έκθεση θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη τον βαθμό στον οποίο αυτές οι συναλλαγές μετριάζουν τους κινδύνους, ιδίως τον πιστωτικό κίνδυνο αντισυμβαλλομένου και τον λειτουργικό κίνδυνο, τη δυνατότητα παράκαμψης της υποχρέωσης εκκαθάρισης και το δυνητικό αντικίνητρο σε κεντρική εκκαθάριση.

Η παρούσα έκθεση λαμβάνει υπόψη τα στοιχεία που αντλήθηκαν από έκθεση της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA), τις απαντήσεις των ενδιαφερόμενων μερών στη δημόσια διαβούλευση της ESMA και τις συζητήσεις με τα ενδιαφερόμενα μέρη. Η έκθεση της ESMA εκδόθηκε στις 10 Νοεμβρίου 2020[3]· εκπονήθηκε σε συνεργασία με το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ)[4] και λαμβάνει υπόψη τα αποτελέσματα δημόσιας διαβούλευσης[5].

2. Τι είναι οι υπηρεσίες μετασυναλλακτικού περιορισμού του κινδύνου;

---

1 ΕΕ L 201 της 27.7.2012, σ. 1.

2 ΕΕ L 142 της 28.5.2019, σ. 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)) [Έκθεση προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Έκθεση σχετικά με τις υπηρεσίες μετασυναλλακτικού περιορισμού του κινδύνου όσον αφορά την υποχρέωση εκκαθάρισης (άρθρο 85 παράγραφος 3 στοιχείο α) του κανονισμού EMIR)], 10 Νοεμβρίου 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu).

4 ΕΣΣΚ, ESRB opinion on ESMA's report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a)) [Γνωμοδότηση του ΕΣΣΚ για την έκθεση της ESMA σχετικά με τις υπηρεσίες μετασυναλλακτικού περιορισμού του κινδύνου όσον αφορά την υποχρέωση εκκαθάρισης (άρθρο 85 παράγραφος 3 στοιχείο α) του κανονισμού EMIR)], 12 Ιουνίου 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)) [Έγγραφο διαβούλευσης, Έκθεση σχετικά με τις υπηρεσίες μετασυναλλακτικού περιορισμού του κινδύνου όσον αφορά την υποχρέωση εκκαθάρισης (άρθρο 85 παράγραφος 3 στοιχείο α) του κανονισμού EMIR)], 26 Μαρτίου 2020, ESMA70-151-2852, esma70-151-2852_consultation_report_ptrr_services_-_artic_853a_of_emir.pdf (europa.eu).

Δεν υπάρχει εναρμονισμένος ή ευρέως διαδεδομένος ορισμός για τις υπηρεσίες μετασυναλλακτικού περιορισμού του κινδύνου (στο εξής: υπηρεσίες PTRR). Ωστόσο, υπάρχουν ορισμένα κοινά χαρακτηριστικά που επιτρέπουν την περιγραφή των υπηρεσιών PTRR, με μη εξαντλητικό τρόπο, ως διαδικασιών ή μηχανισμών με τους οποίους οι αντισυμβαλλόμενοι μειώνουν ένα ή περισσότερα είδη κινδύνων ενός χαρτοφυλακίου, διατηρώντας ουδέτερο το άνοιγμά τους στην αγορά και με την παρέμβαση ενός παρόχου υπηρεσιών PTRR ως τρίτου.

Η μοναδική υπηρεσία PTRR για την οποία παρέχεται ορισμός στο ευρωπαϊκό δίκαιο είναι η συμπίεση χαρτοφυλακίου, η οποία ορίζεται ως «*υπηρεσία περιορισμού του κινδύνου κατά την οποία δύο ή περισσότεροι αντισυμβαλλόμενοι προβαίνουν σε ολικό ή μερικό κλείσιμο των θέσεών τους σε ορισμένα ή όλα τα παράγωγα τα οποία υπέβαλαν οι εν λόγω αντισυμβαλλόμενοι για συμμετοχή στη συμπίεση χαρτοφυλακίου και αντικαθιστούν τις εν λόγω θέσεις σε παράγωγα με άλλες θέσεις σε άλλα παράγωγα των οποίων η συνδυασμένη θεωρητική αξία είναι μικρότερη από τη συνδυασμένη θεωρητική αξία των θέσεων σε παράγωγα που έκλεισαν*»[6].

Η ESMA επικεντρώθηκε σε δύο υπηρεσίες PTRR: τη συμπίεση χαρτοφυλακίου και την εξισορρόπηση χαρτοφυλακίου. Η ESMA συνοψίζει στην έκθεσή της τα βασικά χαρακτηριστικά τους (βλ. πίνακα κατωτέρω).

	Συμπίεση χαρτοφυλακίου	**Εξισορρόπηση χαρτοφυλακίου**
Βασικός σκοπός	Καταρχήν, μείωση της θεωρητικής άληκτης αξίας και του αριθμού των συναλλαγών και, ως εκ τούτου, του λειτουργικού κινδύνου.	Μείωση του πιστωτικού κινδύνου αντισυμβαλλομένου.
Μηχανισμός	Ολικό ή μερικό κλείσιμο των συναλλαγών και (ενδεχομένως) αντικατάσταση των θέσεων σε παράγωγα που έκλεισαν με νέες συναλλαγές, συχνά με μειωμένη θεωρητική αξία.	Εισαγωγή νέων συναλλαγών για τη μείωση του κινδύνου του χαρτοφυλακίου. Καμία συναλλαγή δεν κλείνει ή δεν αντικαθίσταται και η θεωρητική αξία αυξάνεται αντί να μειώνεται.
Υποκείμενο χαρτοφυλάκιο	Εκκαθαρισμένο ή μη εκκαθαρισμένο χαρτοφυλάκιο.	Μη εκκαθαρισμένα ή μεικτά χαρτοφυλάκια.

[6] Άρθρο 2 παράγραφος 1 σημείο 47 του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 600/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 15ης Μαΐου 2014, για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012 (ΕΕ L 173 της 12.6.2014, σ. 84).

Ουδετερότητα της αγοράς	Συναλλαγές που εκτελούνται με την εφαρμογή συμμετρικών περιθωρίων ανοχής για όλους τους συμμετέχοντες.	Η ουδετερότητα της αγοράς διασφαλίζεται με την εισαγωγή ισόποσων ανοιγμάτων αγοράς και πώλησης.

Σύμφωνα με την έκθεση της ESMA προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή σχετικά με τις υπηρεσίες μετασυναλλακτικού περιορισμού του κινδύνου όσον αφορά την υποχρέωση εκκαθάρισης [άρθρο 85 παράγραφος 3 στοιχείο α) του κανονισμού EMIR], 10 Νοεμβρίου 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), σ. 14.

Τα ανωτέρω εγείρουν διάφορα ερωτήματα. Πρώτον, οι περιγραφές της συμπίεσης χαρτοφυλακίου και της εξισορρόπησης χαρτοφυλακίου στην έκθεση της ESMA είναι ευρείες και περιγραφικές. Ωστόσο, οποιαδήποτε πιθανή εξαίρεση θα πρέπει να πλαισιωθεί με προσοχή. Επιπλέον, δεν είναι σαφής ο τρόπος με τον οποίο σχετίζονται με τον ορισμό της συμπίεσης χαρτοφυλακίου στο κεκτημένο. Δεύτερον, οι υπηρεσίες PTRR βρίσκονται ακόμα υπό διαμόρφωση, παρά το γεγονός ότι χρησιμοποιούνται ήδη επί σειρά ετών. Επιπλέον, δεν χρησιμοποιούνται μεμονωμένα, αλλά μπορούν να συνδυάζονται, όπως συμβαίνει πράγματι συχνά. Για παράδειγμα, φαίνεται ότι αποτελεί κοινή πρακτική η συμπίεση χαρτοφυλακίων εξωχρηματιστηριακών παραγώγων μετά από διαδικασίες εξισορρόπησης χαρτοφυλακίων και, συνεπώς, η χρήση και των δύο υπηρεσιών συνδυαστικά. Η πρακτική αυτή μπορεί να αλλοιώσει τις επιπτώσεις, συμπεριλαμβανομένων των επιπτώσεων που εξετάζονται στην παρούσα έκθεση. Όσο μεγαλύτερο είναι το περιθώριο ανοχής κινδύνου που εφαρμόζεται στη συμπίεση χαρτοφυλακίου τόσο περισσότερο μεταβάλλονται τα χαρακτηριστικά ενός κατά κανόνα ουδέτερου ανοίγματος στον κίνδυνο και μπορεί να επιφέρει αποτελέσματα που προσομοιάζουν με την εξισορρόπηση χαρτοφυλακίου.

3. Έκθεση της ESMA

Η έκθεση της ESMA εστιάζεται στη συμπίεση χαρτοφυλακίου και στη βελτιστοποίηση/εξισορρόπηση χαρτοφυλακίου. Καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η συμπίεση χαρτοφυλακίου και η βελτιστοποίηση/εξισορρόπηση χαρτοφυλακίου αποτελούν χρήσιμα εργαλεία για τη διαχείριση κινδύνου τόσο σε εκκαθαρισμένα όσο και σε μη εκκαθαρισμένα χαρτοφυλάκια.

Σύμφωνα με την ESMA, τα τρέχοντα στοιχεία σχετικά με τη συμπίεση δεν παρέχουν τη δυνατότητα αξιολόγησης του βαθμού στον οποίο η υποχρέωση εκκαθάρισης εμποδίζει τις υπηρεσίες PTRR, δεδομένου ότι οι υπηρεσίες αυτές αναλαμβάνονται σύμφωνα με τις ισχύουσες κανονιστικές απαιτήσεις. Κατά την ESMA, αυτό υποδηλώνει ότι στη συμπίεση και στην εξισορρόπηση χρησιμοποιούνται πιο σύνθετες συναλλαγές προκειμένου να παρακάμπτεται η υποχρέωση εκκαθάρισης.

Η ESMA καταλήγει επίσης στο συμπέρασμα ότι η εξαίρεση ορισμένων συναλλαγών που προκύπτουν από τη συμπίεση και την εξισορρόπηση χαρτοφυλακίου θα μπορούσε να συμβάλει στην αύξηση της χρήσης των εν λόγω υπηρεσιών PTRR και στη μείωση του κινδύνου. Η ESMA θεωρεί ότι η εν λόγω εξαίρεση θα διευκολύνει τη συμπίεση συναλλαγών από προηγούμενες χρήσεις, ενώ θα μπορούσε επίσης να αυξήσει τη συμμετοχή στις υπηρεσίες PTRR των αντισυμβαλλομένων που εκδηλώνουν επί του παρόντος μικρότερο ενδιαφέρον και να μειώσει την πολυπλοκότητα της αγοράς με τη χρήση απλούστερων συναλλαγών για σκοπούς εξισορρόπησης.

Η ESMA θεωρεί ότι, ελλείψει αδιάσειστων αποδεικτικών στοιχείων ή επιχειρημάτων περί του αντιθέτου, τα θετικά αποτελέσματα υπερτερούν, μεταξύ άλλων, σε σύγκριση με την αυξημένη λειτουργική επιβάρυνση των συμμετεχόντων στην αγορά και των ρυθμιστικών αρχών και με την αύξηση του κινδύνου σε ακαθάριστη βάση στα μη εκκαθαρισμένα συμψηφιστικά σύνολα (σε περίπτωση εξισορρόπησης χαρτοφυλακίου). Η ESMA επισημαίνει περαιτέρω ότι απλώς και μόνο η λειτουργία της δυνατότητας εξαίρεσης των συναλλαγών PTRR από την υποχρέωση εκκαθάρισης, όταν αφορά μη εκκαθαρισμένα χαρτοφυλάκια συναλλαγών, δεν μειώνει το ποσό των συναλλαγών που εκκαθαρίζονται με τον κεντρικό αντισυμβαλλόμενο διότι διαφορετικά δεν θα υπήρχαν οι εν λόγω συναλλαγές. Πράγματι, σύμφωνα με την ESMA, ο κίνδυνος στα χαρτοφυλάκια αντισταθμίζεται επί του παρόντος με τη χρήση μέσων που δεν υπόκεινται στην υποχρέωση εκκαθάρισης. Κατά συνέπεια, η εξαίρεση από την υποχρέωση εκκαθάρισης θα παρέχει, κατά την άποψη της ESMA, τη δυνατότητα αντιστάθμισης του κινδύνου με τυποποιημένες συμβάσεις, οι οποίες διαφορετικά υπόκεινται στην υποχρέωση εκκαθάρισης και οι οποίες ενέχουν μικρότερο κίνδυνο σε σύγκριση με τα μέσα που χρησιμοποιούνται σήμερα. Η πρακτική αυτή θα μειώσει στη συνέχεια τον κίνδυνο συμπιεσμένων ή εξισορροπημένων μη εκκαθαρισμένων χαρτοφυλακίων.

Προκειμένου να αποφευχθεί η κατάχρηση της εν λόγω εξαίρεσης από την υποχρέωση εκκαθάρισης, η ESMA προτείνει μια σειρά απαιτήσεων για την παροχή υπηρεσιών PTRR[7], καθώς και ορισμένες προϋποθέσεις για την αποκόμιση οφελών από την εξαίρεση από την υποχρέωση εκκαθάρισης, με διάκριση μεταξύ των προϋποθέσεων που ισχύουν για τη συμπίεση χαρτοφυλακίου, αφενός[8], και για την εξισορρόπηση χαρτοφυλακίου, αφετέρου[9]. Ως εκ τούτου, η προτεινόμενη εξαίρεση είναι πιο περιορισμένη όσον αφορά τη συμπίεση χαρτοφυλακίου, όπου η εξαίρεση από την υποχρέωση εκκαθάρισης θα πρέπει να ισχύει μόνο για συναλλαγές PTRR που προκύπτουν άμεσα από συμπίεση μη εκκαθαρισμένων συναλλαγών (κατά κύριο λόγο συναλλαγών από προηγούμενες χρήσεις,

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 Νοεμβρίου 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), κεφάλαιο 8.1 παράγραφος 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 Νοεμβρίου 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), κεφάλαιο 8.2 παράγραφοι 333 έως 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 Νοεμβρίου 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), κεφάλαιο 8.3 παράγραφοι 339 έως 347.

δηλαδή συναλλαγών που δεν εκκαθαρίζονται επί του παρόντος, αλλά πρακτικά θα υπόκεινται στην υποχρέωση εκκαθάρισης, και συναλλαγών εξισορρόπησης). Στην περίπτωση εξισορρόπησης χαρτοφυλακίου, η εξαίρεση θα εφαρμόζεται ευρύτερα, δεδομένου ότι η ESMA προτείνει την εξαίρεση των συναλλαγών που προκύπτουν από την εξισορρόπηση μη εκκαθαρισμένων χαρτοφυλακίων, καθώς και των συναλλαγών που προκύπτουν από μεικτά χαρτοφυλάκια τα οποία συνδυάζουν συναλλαγές που εκκαθαρίζονται σε κεντρικό επίπεδο και μη εκκαθαρισμένες συναλλαγές. Αυτή η ευρύτερη εφαρμογή της εξαίρεσης θα παρέχει τη δυνατότητα διαχείρισης κινδύνων σε όλα τα χαρτοφυλάκια, η οποία θα έχει αντίκτυπο στα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα που έχουν ήδη εκκαθαριστεί σε κεντρικό επίπεδο.

4. Αξιολόγηση της Επιτροπής

Προκειμένου να ληφθεί τεκμηριωμένη απόφαση σχετικά με το κατά πόσον οι συναλλαγές που απορρέουν άμεσα από υπηρεσίες μετασυναλλακτικού περιορισμού του κινδύνου θα πρέπει να εξαιρούνται από την υποχρέωση εκκαθάρισης, το άρθρο 85 παράγραφος 3 στοιχείο γ) του κανονισμού EMIR ορίζει ότι η Επιτροπή υποχρεούται να λαμβάνει υπόψη τις ακόλουθες τρεις πτυχές:

α) τον βαθμό στον οποίο οι υπηρεσίες PTRR μετριάζουν τους κινδύνους, ιδίως τον πιστωτικό κίνδυνο αντισυμβαλλομένου και τον λειτουργικό κίνδυνο·

β) τη δυνατότητα παράκαμψης της υποχρέωσης εκκαθάρισης σε περίπτωση χορήγησης εξαίρεσης·

γ) το δυνητικό αντικίνητρο σε κεντρική εκκαθάριση σε περίπτωση χορήγησης εξαίρεσης.

Επιπλέον, δεδομένου ότι η υποχρέωση εκκαθάρισης θεσπίστηκε σε συνέχεια της διεθνούς δέσμευσης της G20 να συμβάλει σε ασφαλέστερες και ανθεκτικότερες αγορές, η παρούσα έκθεση εξετάζει επίσης τα ποσοτικά στοιχεία που καταδεικνύουν τα οφέλη των υπηρεσιών PTRR, καθώς και τον βαθμό στον οποίο ενδέχεται να προκύψουν νέοι κίνδυνοι από τη θέσπιση της εν λόγω εξαίρεσης.

α. Βαθμός στον οποίο οι υπηρεσίες PTRR μετριάζουν τους κινδύνους, ιδίως τον πιστωτικό κίνδυνο αντισυμβαλλομένου και τον λειτουργικό κίνδυνο

Είναι γενικώς αποδεκτό ότι οι υπηρεσίες PTRR αποσκοπούν στη μείωση του κινδύνου στο συνολικό χαρτοφυλάκιο και όλες οι συναλλαγές περιορισμού του κινδύνου πρέπει να μειώνουν τον διμερή κίνδυνο στο χαρτοφυλάκιο στο οποίο καταλογίζονται.

Πρώτον, όσον αφορά τη συμπίεση χαρτοφυλακίου, η ESMA αναφέρει ότι οι εν λόγω υπηρεσίες έχουν ως στόχο τη μείωση του αριθμού των συμβάσεων, της ακαθάριστης θεωρητικής αξίας ή κάποιου άλλου μέτρου κινδύνου χωρίς να επηρεάζουν σημαντικά τον κίνδυνο αγοράς του χαρτοφυλακίου. Με τον τρόπο αυτόν θα μπορούσαν, εντέλει, να μειωθούν οι συστημικοί κίνδυνοι, με τον περιορισμό του αριθμού των συναλλαγών, των κονδυλίων και/ή του ονομαστικού ανοίγματος μεταξύ

των αντισυμβαλλομένων. Τούτο συνάδει με τις εργασίες που διεξάγονται σε διεθνές επίπεδο. Για παράδειγμα, η Διεθνής Οργάνωση Επιτροπών Εποπτείας Χρηματιστηρίων (IOSCO) περιγράφει το αποτέλεσμα της συμπίεσης ως *μειωμένο λειτουργικό κίνδυνο για μεμονωμένους συμμετέχοντες στην αγορά, ο οποίος μπορεί, με τη σειρά του, να μειώσει τον συστημικό κίνδυνο και να ενισχύσει τη συνολική σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών*[10].

Ο ρόλος της συμπίεσης χαρτοφυλακίου αναγνωρίζεται στον κανονισμό EMIR. Το άρθρο 11 παράγραφος 1) στοιχείο β) του κανονισμού EMIR, σε συνδυασμό με το άρθρο 14 του κατ' εξουσιοδότηση κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 149/2013 της Επιτροπής[11], αναγνωρίζει ότι η συμπίεση χαρτοφυλακίου μετριάζει τον κίνδυνο και την καθιστά υποχρεωτική για εξωχρηματιστηριακά παράγωγα που δεν εκκαθαρίζονται κεντρικά. Στην αιτιολογική σκέψη 30 του εν λόγω κατ' εξουσιοδότηση κανονισμού αναφέρονται περαιτέρω τα εξής: «*Η συμπίεση χαρτοφυλακίων μπορεί επίσης να αποτελεί αποτελεσματικό εργαλείο για τους σκοπούς του μετριασμού του κινδύνου ανάλογα με τις συνθήκες όπως το μέγεθος του χαρτοφυλακίου με αντισυμβαλλόμενο, η εκπνοή, ο σκοπός και ο βαθμός τυποποίησης των συμβάσεων εξωχρηματιστηριακών παραγώγων. Οι χρηματοοικονομικοί αντισυμβαλλόμενοι και οι μη χρηματοοικονομικοί αντισυμβαλλόμενοι που έχουν συμβάσεις χαρτοφυλακίων εξωχρηματιστηριακών παραγώγων που δεν έχουν εκκαθαριστεί από κεντρικό αντισυμβαλλόμενο πάνω από το επίπεδο που καθορίζεται στον παρόντα κανονισμό θα πρέπει να έχουν προβλέψει διαδικασίες προκειμένου να αναλυθεί η δυνατότητα χρήσης της συμπίεσης χαρτοφυλακίου που θα τους επέτρεπε να μειώσουν τον πιστωτικό κίνδυνο του αντισυμβαλλομένου τους.*»

Δεύτερον, η ESMA επισημαίνει ότι η εξισορρόπηση χαρτοφυλακίου έχει ως στόχο τη μείωση των ανισορροπιών εντός των χαρτοφυλακίων που δημιουργούνται λόγω της αδυναμίας συμψηφισμού του πιστωτικού ανοίγματος των εκκαθαρισμένων συναλλαγών με τις διμερείς συναλλαγές σε διάφορες κατηγορίες στοιχείων ενεργητικού που δεν είναι επιλέξιμες για εκκαθάριση. Ως εκ τούτου, η εξισορρόπηση χαρτοφυλακίου βασίζεται στη σύναψη νέων εξωχρηματιστηριακών παραγώγων με σκοπό τη μείωση του κινδύνου αντισυμβαλλομένου μέσω της μείωσης συγκεκριμένου κινδύνου (δηλαδή του κινδύνου επιτοκίου ή του συναλλαγματικού κινδύνου) που εντοπίζεται μεταξύ δύο αντισυμβαλλομένων χωρίς μεταβολή των συναλλαγών στο υποκείμενο χαρτοφυλάκιο. Οι συμμετέχοντες στην αγορά θεωρούν ότι πρόκειται εν προκειμένω για έναν τρόπο μείωσης του συστημικού κινδύνου μέσω του περιορισμού του συνολικού ανοίγματος στην αγορά μεταξύ των αντισυμβαλλομένων.

---

10 FR09/2015, 28 Ιανουαρίου 2015, σ. 13, FR01/2015 Risk Mitigation Standards for Non-centrally Cleared OTC Derivatives (Πρότυπα μετριασμού του κινδύνου για εξωχρηματιστηριακά παράγωγα που δεν εκκαθαρίζονται κεντρικά) (iosco.org).

11 Κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 149/2013 της Επιτροπής, της 19ης Δεκεμβρίου 2012, για τη συμπλήρωση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τα ρυθμιστικά τεχνικά πρότυπα για τις ρυθμίσεις έμμεσης εκκαθάρισης, την υποχρέωση εκκαθάρισης, το δημόσιο μητρώο, την πρόσβαση σε τόπο διαπραγμάτευσης, τους μη χρηματοοικονομικούς αντισυμβαλλομένους, τις τεχνικές μετριασμού του κινδύνου για συμβάσεις εξωχρηματιστηριακών παραγώγων που δεν εκκαθαρίζονται από κεντρικό αντισυμβαλλόμενο (ΕΕ L 052 της 23.2.2013, σ. 11).

Ωστόσο, η ικανότητα αμφότερων των υπηρεσιών αυτών όσον αφορά τη μείωση των κινδύνων είναι περιορισμένη ως προς ορισμένες πτυχές. Οι διαδικασίες εξισορρόπησης δεν μειώνουν κατ' ανάγκη τους λειτουργικούς κινδύνους, δεδομένου ότι τα νέα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα που συνάπτονται (και επιτρέπονται υπό την προϋπόθεση ότι διατηρούνται σε διμερές πεδίο) ενδέχεται να δημιουργήσουν πρόσθετους λειτουργικούς κινδύνους. Επιπλέον, ακόμη και όταν η χρήση απλών (plain vanilla) εξωχρηματιστηριακών παραγώγων αντί πιο σύνθετων παραγώγων για την αντικατάσταση ή την τροποποίηση συναλλαγών σε μια διαδικασία εξισορρόπησης χαρτοφυλακίου μειώνει τον κίνδυνο στο μη εκκαθαρισμένο μέρος, το εν λόγω μέρος των εξωχρηματιστηριακών παραγώγων δεν θα τελεί υπό τη διαχείριση κεντρικών αντισυμβαλλομένων, γεγονός που ενδέχεται να αυξήσει τον κίνδυνο στο συνδυασμένο σύστημα. Πράγματι, σε περίπτωση εξαίρεσης των εν λόγω εξωχρηματιστηριακών παραγώγων από την υποχρέωση εκκαθάρισης, δεν αποκομίζονται οφέλη από τη διαχείριση κινδύνων που προσφέρει η κεντρική εκκαθάριση. Στην περίπτωση αυτή ενδέχεται να αυξηθεί ο συνολικός κίνδυνος στο κεντρικά εκκαθαρισμένο και στο μη εκκαθαρισμένο μέρος συνδυαστικά, ακόμη και όταν ο κίνδυνος στο μη εκκαθαρισμένο μέρος μειωθεί έως κάποιον βαθμό με τη διαδικασία εξισορρόπησης.

Τα στοιχεία που παρείχε η ESMA καταδεικνύουν την ευρέως διαδεδομένη χρήση της συμπίεσης χαρτοφυλακίου και της εξισορρόπησης χαρτοφυλακίου στον κλάδο. Ωστόσο, η έκθεση δεν καθορίζει με ποσοτικούς όρους τον μετριασμό του κινδύνου (του πιστωτικού κινδύνου αντισυμβαλλομένου και του λειτουργικού κινδύνου) που παρέχουν οι εν λόγω υπηρεσίες. Η αξιολόγηση βασίζεται σε ενδελεχή θεωρητική αξιολόγηση και όχι σε εμπειρικά δεδομένα, τα οποία θα μπορούσαν να δώσουν τη δυνατότητα σφαιρικότερης ανάλυσης και προσδιορισμού πιθανής μετατόπισης κινδύνου. Ωστόσο, θα πρέπει να αναγνωριστεί ότι δεν είναι εύκολο να διενεργηθεί αξιολόγηση αυτού του είδους διότι δεν έχει θεσπιστεί ακόμη εξαίρεση, αλλά θα μπορούσαν να αντληθούν περαιτέρω διαφωτιστικά στοιχεία από την ποσοτική αξιολόγηση παρόμοιων εξαιρέσεων σε τρίτες χώρες, στις οποίες παραπέμπει η ESMA στο παράρτημα της έκθεσής της. Παρότι η εξισορρόπηση χαρτοφυλακίου μετριάζει τον κίνδυνο εντός των εξισορροπημένων χαρτοφυλακίων αυτών καθαυτά, φαίνεται ότι είναι δύσκολο να αξιολογηθεί ο συνολικός μετριασμός του κινδύνου με τη χρήση πιο συστημικής προσέγγισης. Μολονότι η ESMA έχει παράσχει αξιόπιστη θεωρητική ανάλυση των δυνητικών ζητημάτων, καθώς και ορισμένα στοιχεία σχετικά με τη χρήση των εν λόγω υπηρεσιών, δεν είναι (ακόμη) αρκετά σαφές ότι τα πλεονεκτήματα της εξαίρεσης των συναλλαγών που προκύπτουν από τις υπηρεσίες PTRR από την υποχρέωση εκκαθάρισης υπερτερούν έναντι των δυνητικών κινδύνων.

β. Δυνατότητα παράκαμψης της υποχρέωσης εκκαθάρισης

Σύμφωνα με το άρθρο 85 παράγραφος 3 στοιχείο γ) του κανονισμού EMIR, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υποχρεούται να λαμβάνει υπόψη στην έκθεση της αν η εξαίρεση των υπηρεσιών PTRR από την υποχρέωση εκκαθάρισης παρέχει τη δυνατότητα παράκαμψης της υποχρέωσης εκκαθάρισης.

Από τη μία πλευρά, η ESMA επισημαίνει ότι οι υπηρεσίες PTRR αποφεύγουν επί του παρόντος την υποχρέωση εκκαθάρισης διασφαλίζοντας ότι οι συναλλαγές που προκύπτουν δεν ανήκουν σε κάποια κατηγορία εξωχρηματιστηριακών παραγώγων που υπόκεινται στην υποχρέωση εκκαθάρισης, για παράδειγμα, πιο πολύπλοκα δικαιώματα προαίρεσης επί συμφωνιών ανταλλαγής αντί των απλών παραγώγων. Σε περίπτωση που εξαιρεθούν στο μέλλον τα εν λόγω παράγωγα που προέρχονται από υπηρεσίες PTRR από την υποχρέωση εκκαθάρισης, οι αντισυμβαλλόμενοι που συμμετέχουν σε υπηρεσίες PTRR θα μπορούν να χρησιμοποιούν τα εν λόγω απλούστερα και πιο τυποποιημένα μέσα. Η ESMA θεωρεί μάλλον απίθανο το ενδεχόμενο η εν λόγω εξαίρεση να οδηγήσει στην παράκαμψη της υποχρέωσης εκκαθάρισης, δεδομένου ότι παράγωγα αυτού του είδους δεν συνάπτονταν ποτέ χωρίς την εξαίρεση. Η χρήση τους για σκοπούς PTRR στο μέρος που δεν εκκαθαρίζεται κεντρικά θα είναι δυνατή μόνο με την εξαίρεση. Κατά την άποψη της ESMA, οι εν λόγω συναλλαγές παραγώγων αποτελούν απλώς και μόνο «διοικητικές συναλλαγές». Δεν θα συνάπτονταν για κανέναν άλλο λόγο. Σύμφωνα με την ESMA, η εξαίρεση δεν θα παρέχει στους συμμετέχοντες στην αγορά κίνητρα ώστε να χρησιμοποιούν την τεχνική αυτή ως τρόπο αποφυγής της κεντρικής εκκαθάρισης, δεδομένου ότι δεν θα επηρεάσει τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα που υπόκεινται στην υποχρέωση εκκαθάρισης που απορρέει από συνήθεις συναλλακτικές δραστηριότητες.

Από την άλλη πλευρά, ορισμένα ενδιαφερόμενα μέρη επισημαίνουν ότι η εξαίρεση από την υποχρέωση εκκαθάρισης θα προσφέρει σημαντικές δυνατότητες ρυθμιστικού αρμπιτράζ και «έξυπνη» διαπραγμάτευση, με σκοπό την απόσπαση εξωχρηματιστηριακών παραγώγων που βρίσκονται επί του παρόντος σε εκκαθαρισμένα χαρτοφυλάκια και την ένταξή τους στο μη εκκαθαρισμένο μέρος. Κάτι τέτοιο μπορεί ενδεχομένως να λειτουργήσει ως κίνητρο για την παράκαμψη της υποχρέωσης εκκαθάρισης, με αποτέλεσμα μεγαλύτερο και όχι μικρότερο κίνδυνο.

Για την αποφυγή τυχόν παράκαμψης της υποχρέωσης εκκαθάρισης αυτού του είδους, η ESMA συνιστά να προβλεφθούν προϋποθέσεις για κάθε εξαίρεση από την υποχρέωση εκκαθάρισης. Οι εν λόγω προϋποθέσεις ενδέχεται να περιορίσουν την εξαίρεση ορισμένων εξωχρηματιστηριακών παραγώγων, για παράδειγμα στην περίπτωση των συναλλαγών από προηγούμενες χρήσεις, ή ορισμένων υπηρεσιών PTRR. Επίσης, η ESMA προτείνει τη θέσπιση ορισμένων απαιτήσεων για τις υπηρεσίες PTRR, για παράδειγμα, θα πρέπει να είναι ουδέτερες ως προς τον κίνδυνο αγοράς, να μειώνουν τον διμερή κίνδυνο στο χαρτοφυλάκιο στο οποίο καταλογίζονται και να πραγματοποιούνται από ανεξάρτητο πάροχο υπηρεσιών.

Παρότι οι απαιτήσεις και οι προϋποθέσεις εξαίρεσης από την υποχρέωση εκκαθάρισης που προτείνει η ESMA ενδέχεται να περιορίσουν τις δυνατότητες χρήσης της εν λόγω εξαίρεσης για την παράκαμψη της υποχρέωσης εκκαθάρισης, απαιτείται περαιτέρω ανάλυση. Ειδικότερα, η ιδέα να συμπεριληφθούν μεικτά (εκκαθαρισμένα κεντρικά και μη εκκαθαρισμένα) χαρτοφυλάκια εξωχρηματιστηριακών παραγώγων στις υπηρεσίες εξισορρόπησης χαρτοφυλακίου

που επωφελούνται από την εξαίρεση από την υποχρέωση εκκαθάρισης και οι υπηρεσίες PTRR στο μη εκκαθαρισμένο μέρος να συνδυάζονται με συναλλαγές για τη μετατόπιση του κινδύνου στην κεντρική εκκαθάριση (βλ. τέλος του τμήματος 3) θα μεταβάλει τη σχέση μεταξύ του κεντρικά εκκαθαρισμένου και του μη εκκαθαρισμένου μέρους, καθώς και το γεγονός ότι θα πρέπει να χρησιμοποιούνται διαφορετικά εργαλεία μετριασμού του κινδύνου στο κεντρικά εκκαθαρισμένο και στο μη εκκαθαρισμένο μέρος.

Θα πρέπει επίσης να εξεταστεί το ενδεχόμενο περαιτέρω ανάλυσης της πιθανής μετατόπισης ρευστότητας από το κεντρικά εκκαθαρισμένο μέρος στο μη εκκαθαρισμένο μέρος.

γ. Δυνητικό αντικίνητρο σε κεντρική εκκαθάριση

Η αγορά είναι διχασμένη ως προς το δυνητικό αντικίνητρο σε κεντρική εκκαθάριση που μπορεί να προκύψει από την εξαίρεση από την υποχρέωση εκκαθάρισης για συναλλαγές που απορρέουν από υπηρεσίες PTRR. Ως εκ τούτου, η ESMA καταλήγει στο συμπέρασμα ότι, ενώ δεν υπάρχουν στοιχεία που να αποδεικνύουν ότι υπάρχει κίνδυνος αντικινήτρου για την υποχρέωση εκκαθάρισης, το ενδεχόμενο αυτό θα πρέπει να παρακολουθείται στενά προκειμένου να διασφαλίζεται ότι, σε περίπτωση που προκύψει τυχόν κίνδυνος, θα μπορεί να αντιμετωπιστεί με περαιτέρω ρύθμιση και/ή εποπτικά μέτρα.

Σε περίπτωση που η εξαίρεση από την υποχρέωση εκκαθάρισης αποτελέσει στο μέλλον λιγότερο δαπανηρή επιλογή από πλευράς κόστους κεφαλαίου και οριακού κόστους για την αντιστάθμιση συναλλαγών στο διμερές τμήμα, θα μπορούσε να συνιστά αντικίνητρο σε κεντρική εκκαθάριση. Στις περιπτώσεις αυτές, η εκκαθάριση μόνο σε διμερές επίπεδο θα μπορούσε να είναι οικονομικά πιο βιώσιμη από πλευράς κόστους κεφαλαίου και οριακού κόστους όσο μεγαλύτερο είναι το συμψηφιστικό σύνολο.

Η κεντρική εκκαθάριση σε προαιρετική βάση υποδεικνύει ότι το εν λόγω δυνητικό αντικίνητρο δεν εξαλείφεται πλήρως: είναι προφανές ότι οι αντισυμβαλλόμενοι που μπορούν να υποβάλουν ένα εξωχρηματιστηριακό παράγωγο σε κεντρική εκκαθάριση αλλά επιλέγουν να μην το πράξουν, προβαίνουν στην επιλογή αυτή επειδή θεωρούν ότι η διμερής εκκαθάριση είναι εύλογη από οικονομική άποψη. Επιπλέον, η πιθανή μείωση της ρευστότητας θα αποτελεί αντικίνητρο για τη συμμετοχή στην κεντρική εκκαθάριση.

Ο αντίκτυπος των υπηρεσιών PTRR όσον αφορά το δυνητικό αντικίνητρο σε εκκαθάριση είναι ασαφής. Λαμβάνοντας υπόψη τις αποκλίνουσες απόψεις των ενδιαφερόμενων μερών, καθώς και την έκθεση της ESMA, θα ήταν σκόπιμο η ESMA να προβεί σε περαιτέρω ανάλυση, ειδικότερα όσον αφορά τον αντίκτυπο στα κίνητρα κεντρικής εκκαθάρισης, τα οποία ενισχύονται όταν υπάρχει μεγαλύτερη ρευστότητα στο κεντρικά εκκαθαρισμένο μέρος.

5. Συμπέρασμα

Στον κανονισμό EMIR, οι συννομοθέτες επέλεξαν την κεντρική εκκαθάριση ως βασικό στοιχείο των δεσμεύσεων της G20, η οποία θα πρέπει να αποτελεί το πρωταρχικό εργαλείο μετριασμού του κινδύνου για απλά εξωχρηματιστηριακά παράγωγα που υπόκεινται σε υποχρέωση εκκαθάρισης. Όσον αφορά άλλα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα που δεν εμπίπτουν στην υποχρέωση εκκαθάρισης, θα πρέπει να χρησιμοποιούνται άλλες, λιγότερο εκτεταμένες τεχνικές μετριασμού του κινδύνου. Οι υπηρεσίες κεντρικής εκκαθάρισης και οι υπηρεσίες PTRR σημειώνουν πρόοδο στους αντίστοιχους τομείς τους. Κατά γενικό κανόνα, ορισμένα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα θα πρέπει να εξαιρούνται από την υποχρέωση εκκαθάρισης μόνον όταν οι κίνδυνοι χορήγησης της εν λόγω εξαίρεσης είναι μικρότεροι από τους κινδύνους διατήρησης της υφιστάμενης κατάστασης.

Η ESMA, σε συνεργασία με το ΕΣΣΚ, προέβη σε εκτενή και διεξοδική ανάλυση των υπηρεσιών PTRR. Ωστόσο, ορισμένα σημαντικά ερωτήματα παραμένουν αναπάντητα. Ειδικότερα, ορισμένες πτυχές της έκθεσης απαιτούν περαιτέρω ποσοτική αξιολόγηση και ανάλυση, ώστε η Επιτροπή να είναι σε θέση να λάβει μια πιο τεκμηριωμένη απόφαση σχετικά με οποιαδήποτε πιθανή πρόταση νομοθετικής αλλαγής.

Πιο συγκεκριμένα, θα πρέπει να εξεταστούν περαιτέρω τα ακόλουθα ζητήματα:

- ο ορισμός των υπηρεσιών PTRR, για παράδειγμα, ο τρόπος με τον οποίο θα μπορούσαν να οριστούν με πιο συγκεκριμένο τρόπο τα διάφορα είδη PTRR,
- οι πιθανές διασυνδέσεις μεταξύ των υπηρεσιών PTRR και ο αντίκτυπος της συνδυασμένης χρήσης τους στις πτυχές που θίγονται στην παρούσα έκθεση,
- η σημαντικότητα του κινδύνου παράκαμψης της υποχρέωσης εκκαθάρισης, και ειδικότερα οι πιθανές πρακτικές της αγοράς που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για την επίτευξη της εν λόγω παράκαμψης,
- πιθανές προϋποθέσεις που περιορίζουν τον κίνδυνο κατάχρησης της πιθανής εξαίρεσης από την υποχρέωση εκκαθάρισης,
- τα κίνητρα κεντρικής εκκαθάρισης, λαμβάνοντας υπόψη την πιθανή εξαίρεση από την υποχρέωση εκκαθάρισης,
- αξιολόγηση της δυνητικής μετατόπισης ρευστότητας από το κεντρικά εκκαθαρισμένο μέρος στο μη εκκαθαρισμένο μέρος.

Οι περαιτέρω εργασίες σχετικά με τα προαναφερόμενα ζητήματα, ιδίως όσον αφορά τους ορισμούς των υπηρεσιών PTRR και τη συλλογή περισσότερων ποσοτικών στοιχείων, θα παράσχουν τη δυνατότητα πιο ολοκληρωμένης και σφαιρικής αξιολόγησης των ζητημάτων αυτών, ώστε να αξιοποιηθεί στη γενική έκθεση αξιολόγησης του κανονισμού

EMIR, η οποία αναμένεται να υποβληθεί στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο έως τις 18 Ιουνίου 2024[12].

[12] Άρθρο 85 παράγραφος 1 του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 4ης Ιουλίου 2012, για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών.