EURÓPAI
BIZOTTSÁG

Brüsszel, 2021.4.12.
COM(2021) 172 final

A BIZOTTSÁG JELENTÉSE AZ EURÓPAI PARLAMENTNEK ÉS A TANÁCSNAK

a közvetlenül a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatásokból eredő kereskedéseknek az EMIR szerinti, tőzsdén kívüli származtatott ügyletekre vonatkozó elszámolási kötelezettség alóli mentesítésének indokoltságáról

A BIZOTTSÁG JELENTÉSE AZ EURÓPAI PARLAMENTNEK ÉS A TANÁCSNAK

a közvetlenül a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatásokból eredő kereskedéseknek az EMIR szerinti, tőzsdén kívüli származtatott ügyletekre vonatkozó elszámolási kötelezettség alóli mentesítésének indokoltságáról

1. Bevezetés

Az (EU) 2019/834 rendelettel (EMIR REFIT)[1] módosított, a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről, a központi szerződő felekről és a kereskedési adattárakról szóló 648/2012/EU rendelet [2] (EMIR) 85. cikke (3) bekezdésének c) pontja felszólítja a Bizottságot, hogy tegyen jelentést a Parlamentnek és a Tanácsnak arról, hogy a közvetlenül a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatásokból eredő ügyletek – ideértve a portfóliótömörítést is – mentesüljenek-e az EMIR 4. cikkének (1) bekezdésében említett elszámolási kötelezettség alól. A jelentésnek figyelembe kell vennie, hogy ezek a szolgáltatások milyen mértékben csökkentik a kockázatot, mindenekelőtt a partner-hitelkockázatot és a működési kockázatot, valamint az elszámolási kötelezettség említett ügyleteken keresztül történő megkerülésének lehetőségét és a központi elszámolástól való esetleges eltántorítást.

Ez a jelentés figyelembe veszi az Európai Értékpapírpiaci Hatóság (ESMA) jelentését, az érdekelt felek által az ESMA nyilvános konzultációjára adott válaszokat és az érdekelt felekkel folytatott megbeszéléseket. Az ESMA jelentését 2020. november 10-én fogadták el[3]; a jelentés az Európai Rendszerkockázati Testülettel (ERKT) együttműködésben készült[4], és figyelembe vette a nyilvános konzultáció[5] eredményeit.

2. Melyek a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatások?

A kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatásoknak nincs harmonizált vagy széles körű meghatározása. Vannak azonban olyan közös jellemzők, amelyek lehetővé tennék a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatások nem kimerítő módon történő leírását olyan eljárásokként vagy mechanizmusokként, amelyek révén a szerződő felek a piaci kitettségüket semlegesen tartva csökkentik egy portfólió egy- vagy többfajta kockázatát a

---

1 HL L 142., 2019.5.28., 42. o.

2 HL L 201., 2012.7.27., 1. o.

3 ESMA, Report to the European Commission, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a)) (Jelentés az Európai Bizottságnak. Jelentés a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatásokról az elszámolási kötelezettséggel kapcsolatban [az EMIR 85. cikke (3) bekezdésének a) pontja]), 2020. november 10., 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)) (ERKT, Az ERKT véleménye az ESMA kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatásokról az elszámolási kötelezettséggel kapcsolatban készített jelentéséről [az EMIR 85. cikke (3) bekezdésének a) pontja]), 2020. június 12., 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)) (Konzultációs anyag. Jelentés a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatásokról az elszámolási kötelezettséggel kapcsolatban [az EMIR 85. cikke (3) bekezdésének a) pontja]), 2020. március 26., ESMA70-151-2852, esma70-151-2852_consultation_report_ptrr_services_-_article_853a_of_emir.pdf (europa.eu)

kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatás szolgáltatójának harmadik félként történő beavatkozása mellett.

Az európai jogban meghatározott egyetlen kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatás a portfóliótömörítés, amely a meghatározása szerint „*olyan kockázatcsökkentési szolgáltatás, amelyben két vagy több partner teljes mértékben vagy részben lezárja az adott partnerek által a portfóliótömörítésbe történő bevonás céljából benyújtott származtatott ügyletek egy részét vagy egészét, és a lezárt származtatott ügyleteket más olyan származtatott ügyletekkel helyettesíti, amelyek együttes nominális értéke kevesebb, mint a megszüntetett származtatott ügyletek együttes nominális értéke*”[6].

Az ESMA két kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatásra összpontosított: a portfóliótömörítésre és a portfólió-kiegyensúlyozásra. Az ESMA jelentésében összefoglalja ezek főbb jellemzőit (lásd az alábbi táblázatot).

	Portfóliótömörítés	**Portfólió-kiegyensúlyozás**
Fő cél	Elvben a kintlévőségek névleges összegének és az ügyletek számának, és ezáltal a működési kockázatnak a csökkentése.	A partner-hitelkockázat csökkentése.
Mechanizmus	Kereskedéseket részben vagy egészben lezárnak, és (végső soron) a lezárt származtatott termékeket gyakran alacsonyabb névértékű új ügyletekkel váltják fel.	Új kereskedések révén csökkentik a portfólió kockázatát. Nincsenek lezárt és helyettesített kereskedések, és a névleges összeg nő, nem csökken.
Mögöttes portfólió	Elszámolt vagy el nem számolt portfólió.	El nem számolt vagy vegyes portfóliók.
Piacsemlegesség	Az ügyletek végrehajtása során a résztvevők toleranciája szimmetrikus.	A piacsemlegességet egyenlő összegű vételi és eladási kitettségek biztosítják.

A táblázat alapját az ESMA Európai Bizottság számára a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatásokról az elszámolási kötelezettséggel kapcsolatban készített jelentése képezi [az EMIR 85. cikke (3) bekezdésének a) pontja]), 2020. november 10., ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services – Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), 14. o.

[6] Az Európai Parlament és a Tanács pénzügyi eszközök piacairól és a 648/2012/EU rendelet módosításáról szóló 600/2014/EU rendelete (2014. május 15.) 2. cikke (1) bekezdésének 47. pontja (HL L 173., 2014.6.12., 84. o.).

Ez számos kérdést felvet. Először is, a portfóliótömörítés és a portfólió-kiegyensúlyozás ESMA jelentésében szereplő leírása széles körű és leíró jellegű. Az esetleges mentesítéseket azonban körültekintően kellene megfogalmazni. Emellett az sem világos, hogy ezek hogyan kapcsolódnak a portfóliótömörítésnek a közösségi vívmányokban szereplő fogalommeghatározásához. Másodszor, bár a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatások már évek óta elérhetők, még mindig fejlődnek. Ráadásul ezeket nem elszigetelten használják, ugyanis együtt is használhatók, ahogyan azt gyakran meg is teszik. Bevett gyakorlatnak tűnik például a tőzsdén kívüli származtatott termékekből álló portfóliók kiegyensúlyozást követő tömörítése, vagyis a két szolgáltatás együttes használata. Ez megváltoztathatja a hatásokat, többek között az e jelentésben vizsgált hatásokat is. Minél nagyobbak a portfóliótömörítés során alkalmazott kockázati toleranciák, annál valószínűbb, hogy egy jellemzően kockázatsemleges gyakorlat megváltoztatja annak jellemzőit, és a portfólió-kiegyensúlyozáshoz hasonló hatásokkal jár.

3. Az ESMA jelentése

Az ESMA jelentése a portfóliótömörítésre és a portfólióoptimalizálásra/-kiegyensúlyozásra helyezi a hangsúlyt. Arra a következtetésre jut, hogy a portfóliótömörítés és a portfólióoptimalizálás/-kiegyensúlyozás egyaránt hasznos eszköz mind az elszámolt, mind az el nem számolt portfóliók kockázatainak kezelésére.

Az ESMA szerint a tömörítésre vonatkozó jelenlegi adatok nem adnak módot annak értékelésére, hogy az elszámolási kötelezettség milyen mértékben akadályozta a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatásokat, mivel azokat a meglévő szabályozási követelményekkel összhangban hajtják végre. Az ESMA úgy véli, ez azzal jár, hogy az elszámolási kötelezettség elkerülése érdekében összetettebb ügyleteket alkalmaznak a tömörítés és a kiegyensúlyozás során.

Az ESMA emellett arra a következtetésre jut, hogy a portfóliótömörítésből és -kiegyensúlyozásból eredő bizonyos ügyletek mentesítése elősegítené e kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatások használatának növekedését, és hozzájárulna a kockázat csökkentéséhez. Az ESMA szerint egy ilyen mentesség lehetővé tenné a korábbi kereskedések könnyebb tömörítését, növelhetné a jelenleg a részvételben kevésbé érdekelt felek kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatásokban való részvételét, és csökkenthetné a piac összetettségét azáltal, hogy a kiegyensúlyozáshoz egyszerűbb ügyleteket alkalmaznak.

Az ESMA meggyőző bizonyítékok és ellenérvek hiányában úgy véli, hogy a pozitív hatások ellensúlyozzák többek között a piaci szereplőkre és a szabályozókra nehezedő működési többletterhet, valamint az el nem számolt nettósítási halmazok bruttó kockázatának növekedését (portfólió-kiegyensúlyozás esetén). Az ESMA megjegyzi továbbá, hogy pusztán az a funkció, amely lehetővé teszi a kereskedés utáni kockázatcsökkentő ügyletek elszámolási kötelezettség alóli mentesítését az el nem számolt ügyletportfóliókhoz kapcsolódóan, nem csökkentené a központi szerződő féllel elszámolt ügyletek összegét, mivel ezek az ügyletek egyébként nem léteznének. Sőt az

ESMA szerint a portfóliók kockázatait jelenleg az elszámolási kötelezettség hatálya alá nem tartozó eszközök használatával ellensúlyoznák. Az ESMA véleménye szerint tehát az elszámolási kötelezettség alóli mentesség lehetővé tenné a kockázat olyan szabványosított ügyletekkel történő ellensúlyozását, amelyek egyébként az elszámolási kötelezettség hatálya alá tartoznának, és amelyek kevésbé kockázatosak, mint a jelenleg használt eszközök. Ez pedig csökkentené a tömörített vagy kiegyensúlyozott el nem számolt portfóliók kockázatát.

Az elszámolási kötelezettség alóli mentességgel való visszaélés elkerülése érdekében az ESMA egy sor követelményt javasol a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatások nyújtására vonatkozóan[7], valamint bizonyos feltételeket az elszámolási kötelezettség alóli mentesség igénybevételéhez, különbséget téve egyrészt a portfóliótömörítésre[8], másrészt a portfólió-kiegyensúlyozásra vonatkozó feltételek között[9]. A javasolt mentesség ezért szűkebb a portfóliótömörítés esetében, ahol az elszámolási kötelezettség alóli mentesség csak a közvetlenül az el nem számolt ügyletek tömörítéséből származó kereskedés utáni kockázatcsökkentő kereskedésekre alkalmazható (elsősorban korábbi ügyletek, azaz olyan ügyletek, amelyek jelenleg nincsenek elszámolva, de technikailag az elszámolási kötelezettség hatálya alá tartoznának, valamint kiegyensúlyozási ügyletek). A portfólió-kiegyensúlyozás esetében a mentesség szélesebb körben lenne alkalmazható, mivel az ESMA az el nem számolt portfóliók kiegyensúlyozásából eredő ügyletek, valamint a központilag elszámolt és el nem számolt kereskedésekből álló vegyes portfóliókból származó ügyletek mentesítését javasolja. A mentesség ilyen szélesebb körű alkalmazása lehetővé tenné a portfóliókon átnyúló kockázatkezelést, ami hatással lenne a már most is központilag elszámolt tőzsdén kívüli származtatott ügyletekre.

4. A Bizottság értékelése

Annak érdekében, hogy a Bizottság megalapozott döntést hozhasson arról, hogy a közvetlenül a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatásokból származó kereskedések mentesüljenek-e az elszámolási kötelezettség alól, az EMIR 85. cikke (3) bekezdésének c) pontja előírja, hogy a következő három szempontot vegye figyelembe:

---

7 ESMA, Report to the European Commission, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a)) (Jelentés az Európai Bizottságnak. Jelentés a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatásokról az elszámolási kötelezettséggel kapcsolatban [az EMIR 85. cikke (3) bekezdésének a) pontja]), 2020. november 10., ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services – Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), 8.1. fejezet, (332) bekezdés.

8 ESMA, Report to the European Commission, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a)) (Jelentés az Európai Bizottságnak. Jelentés a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatásokról az elszámolási kötelezettséggel kapcsolatban [az EMIR 85. cikke (3) bekezdésének a) pontja]), 2020. november 10., ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services – Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), 8.2. fejezet, (333)–(338) bekezdés.

9 ESMA, Report to the European Commission, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a)) (Jelentés az Európai Bizottságnak. Jelentés a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatásokról az elszámolási kötelezettséggel kapcsolatban [az EMIR 85. cikke (3) bekezdésének a) pontja]), 2020. november 10., ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services – Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), 8.3. fejezet, (339)–(347) bekezdés.

a) a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatások milyen mértékben csökkentik a kockázatot, mindenekelőtt a partner-hitelkockázatot és a működési kockázatot;
b) az elszámolási kötelezettség megkerülésének lehetősége mentesítés esetén;
c) a központi elszámolástól való esetleges eltántorítás lehetősége mentesítés esetén.

Ezenkívül, mivel az elszámolási kötelezettséget a G20-ak biztonságosabb és ellenállóbb piacokhoz való hozzájárulására vonatkozó nemzetközi kötelezettségvállalását követően vezették be, a jelentés figyelembe veszi a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatások előnyeire és az arra vonatkozó mennyiségi bizonyítékokat is, hogy egy ilyen mentesség bevezetése okozhat-e új kockázatokat.

a. A kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatások milyen mértékben csökkentik a kockázatot, mindenekelőtt a partner-hitelkockázatot és a működési kockázatot

Általánosan elfogadott, hogy a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatások célja a teljes portfólió kockázatának csökkentése, és minden kockázatcsökkentő ügyletnek csökkentenie kell a kétoldalú kockázatot abban a portfólióban, amelyben nyilvántartják.

Először is, a portfóliótömörítést illetően az ESMA jelzi, hogy az ilyen szolgáltatások célja a szerződések számának, a bruttó névleges összegnek vagy más kockázati mértéknek a csökkentése anélkül, hogy lényegesen befolyásolná a portfólió piaci kockázatát. Ez végső soron csökkentheti a rendszerszintű kockázatokat a szerződő felek közötti kereskedések számának, tételeknek és/vagy névleges kitettségeknek a csökkentésével. Ez összhangban van a nemzetközi munkákkal, például az Értékpapír-felügyeletek Nemzetközi Szervezete (IOSCO) a tömörítés eredményét a következőképpen írja le: „*az egyes piaci szereplők működési kockázata csökken, ami pedig csökkentheti a rendszerszintű kockázatot és javíthatja a pénzügyi piac általános stabilitását*”[10].

A portfóliótömörítés szerepét az EMIR is elismeri. Az EMIR 11. cikke (1) bekezdésének b) pontja a Bizottság 149/2013/EU felhatalmazáson alapuló rendeletének 14. cikkével egyetemben[11] elismeri, hogy a portfóliótömörítés csökkenti a kockázatot, és kötelezővé teszi a nem központilag elszámolt tőzsdén kívüli származtatott ügyletek esetében. Az említett felhatalmazáson alapuló rendelet (30) preambulumbekezdése a következőképpen szól: „*Olyan körülményektől függően, mint az adott szerződő félhez kötődő portfólióméret, a lejárat, a tőzsdén kívüli származtatott ügyletek szabványosításának foka, a portfóliótömörítés ugyancsak*

[10] FR09/2015, 2015. január 28., 13. o., FR01/2015 Risk Mitigation Standards for Non-centrally Cleared OTC Derivatives (Nem központilag elszámolt tőzsdén kívüli származtatott ügyletek kockázatcsökkentési követelményei) (iosco.org).

[11] A Bizottság 149/2013/EU felhatalmazáson alapuló rendelete (2012. december 19.) a 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletnek a közvetett elszámolási megállapodásokról, az elszámolási kötelezettségről, a nyilvános jegyzékről, a kereskedési helyszínhez való hozzáférésről, a nem pénzügyi szerződő felekről és a nem központi szerződő fél által elszámolt tőzsdén kívüli származtatott ügyletek tekintetében alkalmazott kockázatcsökkentési technikákról szóló szabályozási technikai standardok tekintetében történő kiegészítéséről (HL L 52., 2013.2.23., 11. o.).

hatékony kockázatcsökkentő eszköz lehet. Azon pénzügyi és nem pénzügyi szerződő feleknek, amelyek tőzsdén kívüli származtatott ügyletek olyan portfóliójával rendelkeznek, amely az e rendeletben meghatározott mértéken felül nincs valamely központi szerződő fél által elszámolva, eljárásokkal kell rendelkezniük, amelyekkel megvizsgálják a partner-hitelkockázat csökkentését lehetővé tevő portfóliótömörítés alkalmazásának lehetőségét".

Másodszor, az ESMA jelzi, hogy a portfólió-kiegyensúlyozás célja az, hogy csökkentse a portfóliókon belüli kiegyensúlyozatlanságokat, amelyek abból adódnak, hogy az elszámolt ügyletek hitelkockázati kitettségeit nem lehet nettósítani a különböző, elszámolásra nem jogosult eszközosztályokban végrehajtott kétoldalú ügyletekkel szemben. Ezért a portfólió-kiegyensúlyozás olyan új tőzsdén kívüli származtatott ügyletek megkötésén alapul, amelyek célja a partnerkockázat csökkentése a két szerződő fél között azonosított bizonyos kockázat (pl. kamatláb- vagy devizaárfolyam-kockázat) csökkentésével, az alapul szolgáló portfólió ügyleteinek megváltoztatása nélkül. A piaci szereplők álláspontja szerint ezáltal csökkenthető a rendszerszintű kockázat a partnerek közötti teljes piaci kitettség csökkentése révén.

Mindazonáltal mindkét szóban forgó szolgáltatás kockázatcsökkentési képessége bizonyos szempontból korlátozott. A kiegyensúlyozásra irányuló gyakorlatok nem szükségszerűen csökkentenék a működési kockázatokat, mivel az újonnan megkötött tőzsdén kívüli származtatott ügyletek (amelyek a mentesítéssel a kétoldalú szférában maradhatnak) további működési kockázatokat teremthetnek. Továbbá még ha a portfólió-kiegyensúlyozási gyakorlat során a kereskedések helyettesítésére vagy módosítására az összetettebb derivatívák helyett a hagyományos tőzsdén kívüli származtatott ügyletek használata csökkenti is a kockázatot az el nem számolt ügyletek területén, a tőzsdén kívüli származtatott ügyleteknek ezt a részét nem központi szerződő felek kezelnék, ami növelheti a kockázatot a teljes rendszerben. Az elszámolási kötelezettség alóli mentesség esetén ugyanis az ilyen tőzsdén kívüli származtatott ügyletek nem profitálnának a központi elszámolás által kínált kockázatkezelésből. Ez még akkor is növelné a központilag elszámolt és az el nem számolt terület együttes kockázatát, ha a kiegyensúlyozással az el nem számolt terület kockázata bizonyos mértékben csökkent volna.

Az ESMA által szolgáltatott adatok jól illusztrálják a portfóliótömörítés és a portfólió-kiegyensúlyozás széles körű alkalmazását az ágazatban. A jelentés azonban nem számszerűsíti az e szolgáltatásokkal elért kockázatcsökkentést (partner-hitelkockázat és működési kockázat). Az értékelés inkább alapos elméleti értékelésen, mintsem olyan empirikus adatokon alapul, amelyek lehetővé tennék a kockázat esetleges változásainak holisztikusabb elemzését és azonosítását. El kell ismerni azonban, hogy egy ilyen értékelés nem könnyű, mivel még nem létezik mentesség, azonban harmadik országokbeli hasonló mentességek mennyiségi értékelése – amelyre az ESMA a jelentésének mellékletében hivatkozik – további fényt deríthetne erre. Habár a portfólió-kiegyensúlyozás a kiegyensúlyozott portfóliókon belül

csökkenti a kockázatokat, a teljes kockázatcsökkentés rendszerszinten szemlélve nehezen értékelhetőnek tűnik. Bár az ESMA megbízható elméleti elemzést készített a lehetséges problémákról, és e szolgáltatások igénybevételével kapcsolatos adatokkal is szolgált, (még) nem kellően egyértelmű, hogy a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatásokból származó ügyletek elszámolási kötelezettség alóli mentesítésének előnyei meghaladják-e a potenciális kockázatokat.

b. Az elszámolási kötelezettség megkerülésének lehetősége

Az EMIR 85. cikke (3) bekezdésének c) pontja előírja, hogy az Európai Bizottság jelentésében értékelje, hogy a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatások elszámolási kötelezettség alóli mentesítése alkalmas-e az elszámolási kötelezettség megkerülésére.

Az ESMA egyrészt rámutat arra, hogy a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatások jelenleg elkerülik az elszámolási kötelezettséget azáltal, hogy biztosítják, hogy az ebből eredő ügyletek ne tartozzanak elszámolási kötelezettség hatálya alá tartozó tőzsdén kívüli származtatott ügylet, pl. a hagyományos származtatott ügyletek helyett bonyolultabb csereügyletre szóló opciók kategóriájába. Amennyiben a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatásokból származó ilyen származtatott ügyletek a jövőben mentesülnek az elszámolási kötelezettség alól, a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatásokban részt vevő szerződő felek ezeket az egyszerűbb és szabványosítottabb eszközöket használhatják. Az ESMA valószínűtlennek tartja, hogy egy ilyen mentesség az elszámolási kötelezettség megkerüléséhez vezetne, mivel ezeket a származtatott ügyleteket sohasem kötötték volna meg a mentesség nélkül. Csak a mentesség tenné lehetővé a kereskedés utáni kockázatcsökkentés céljára történő használatukat a nem központilag elszámolt ügyletek területén. Az ESMA az ilyen származtatott ügyleteket pusztán „adminisztratív jellegűnek” tekinti. Ezeket más okból nem kötnék meg. Az ESMA szerint a mentesség nem ösztönözné a piaci szereplőket arra, hogy ezt a technikát a központi elszámolás elkerülésére használják, mivel ez nem érintené a szokásos kereskedési tevékenységekből származó, elszámolási kötelezettség hatálya alá tartozó tőzsdén kívüli származtatott ügyleteket.

Másrészről egyes érdekelt felek megjegyzik, hogy az elszámolási kötelezettség alóli mentesség jelentős lehetőségeket nyitna meg a szabályozási arbitrázs és az „okos” kereskedés előtt a jelenleg az elszámolt portfóliókban lévő tőzsdén kívüli származtatott ügyletek el nem számolt területre való átmozgatására. Ez ösztönzőleg hathat az elszámolási kötelezettség megkerülésére, ami inkább több, mint kevesebb kockázathoz vezet.

Az elszámolási kötelezettség bármely ilyen megkerülésének elkerülése érdekében az ESMA az elszámolási kötelezettség alóli mentesség feltételeinek kidolgozását javasolja. Ezek a feltételek korlátozhatják a mentességet bizonyos tőzsdén kívüli származtatott ügyletekre, például hagyományos ügyletekre vagy bizonyos kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatásokra. Az ESMA ezenkívül a kereskedés utáni

kockázatcsökkentő szolgáltatásokra vonatkozó követelmények bevezetését is javasolja, például piacikockázat-semlegesnek kell lenniük, csökkenteniük kell a kétoldalú kockázatot abban a portfólióban, amelyben nyilvántartják, és független szolgáltatónak kell végrehajtania ezeket.

Bár az ESMA által az elszámolási kötelezettség alóli mentességre vonatkozóan javasolt követelmények és feltételek korlátozhatják az ilyen mentesség elszámolási kötelezettség megkerülésére történő alkalmazásának lehetőségét, további elemzésre van szükség. Különösen az az elképzelés, hogy a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekből álló vegyes (központilag elszámolt és el nem számolt) portfóliók bekerülhessenek az elszámolási kötelezettség alóli mentesítés előnyeit élvező portfólió-kiegyensúlyozási szolgáltatások közé, és az el nem számolt területen lévő kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatások kombinálhatók legyenek a kockázatot a központi elszámolás irányába terelő ügyletekkel (lásd a 3. szakasz végét), megváltoztatná a központilag elszámolt és az el nem számolt terület közötti kapcsolatot, valamint azt a tényt, hogy különböző kockázatcsökkentési eszközöket kell alkalmazni a központilag elszámolt és az el nem számolt ügyletek területén.

Ezenkívül a likviditás központilag elszámolt területről az el nem számolt területre történő lehetséges átrendeződését is érdemes bővebben elemezni.

c. A központi elszámolástól való esetleges eltántorítás lehetősége

A piac megosztott a tekintetben, hogy a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatásokból eredő ügyletek elszámolási kötelezettség alóli mentessége a központi elszámolástól való esetleges eltántorításhoz vezethet-e. Az ESMA ezért arra a következtetésre jut, hogy bár nincs bizonyíték az elszámolási kötelezettségtől való eltántorítás kockázatának fennállására, azt figyelmesen nyomon kell követni annak biztosítása érdekében, hogy amennyiben bármilyen kockázat felmerülne, azt további szabályozással és/vagy felügyeleti intézkedésekkel kezelni lehessen.

Amennyiben az elszámolási kötelezettség alóli mentesség a jövőben olcsóbb választási lehetőséget jelent az ügyletek fedezésének tőke- és letéti költségei tekintetében a kétoldalú ügyletek területén, az a központi elszámolástól való eltántorításhoz vezethet. Ilyen körülmények között a kétoldalú elszámolás csak nagyobb nettósítási halmaz esetén lehet gazdaságosabb a tőke- és letéti költségek tekintetében.

Az önkéntes központi elszámolás azt mutatja, hogy ez az esetleges eltántorítás nem vethető el teljesen: Nyilvánvaló, hogy azok a szerződő felek, amelyek központilag elszámolhatnának egy tőzsdén kívüli származtatott ügyletet, de úgy döntenek, hogy ezt nem teszik meg, azért döntenek így, mert a kétoldalú elszámolás számukra gazdaságilag észszerű. Emellett a likviditás esetleges csökkenése eltántorítana a központi elszámolásban való részvételtől.

A kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatások elszámolástól való esetleges eltántorításra gyakorolt hatása nem egyértelmű. Figyelembe véve az érdekelt felek

eltérő nézeteit és az ESMA jelentését, hasznos lenne az ESMA további elemzése, különösen a központi elszámolás ösztönzőire gyakorolt hatás tekintetében, amelyek akkor erősödnek, amikor a központilag elszámolt területen nagyobb a likviditás.

5. Következtetés

Az EMIR-ben a társjogalkotók a központi elszámolást választották a G20-ak kötelezettségvállalásainak kulcsfontosságú elemeként, mint az elszámolási kötelezettség alá tartozó, hagyományos tőzsdén kívüli származtatott ügyletek elsődleges kockázatcsökkentési eszközét. Az elszámolási kötelezettség alá nem tartozó egyéb tőzsdén kívüli származtatott ügyletek esetében más, kevésbé messze ható kockázatcsökkentési technikákat kell alkalmazni. A saját területükön a központi elszámolási és a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatások is látványosan növekednek. Általánosságban elmondható, hogy bizonyos tőzsdén kívüli származtatott ügyleteket csak akkor szabad mentesíteni az elszámolási kötelezettség alól, ha a mentesség megadásának kockázata kisebb, mint a jelenlegi helyzet fenntartásának kockázata.

Az ESMA az ERKT-vel együttműködve elvégezte a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatások átfogó és alapos elemzését. Mindazonáltal fontos lezáratlan kérdések maradtak. Az egyik ilyen, hogy a jelentés egyes szempontjai további mennyiségi értékelést és elemzést igényelnek annak érdekében, hogy a Bizottság megalapozottabb döntést hozhasson a lehetséges jogszabály-módosítási javaslatokról.

Különösen az alábbi kérdések igényelnek további megfontolást:

- a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatások fogalmának meghatározása, például hogyan lehetne konkrétabban meghatározni a kereskedés utáni kockázatcsökkentés különböző típusait,
- a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatások közötti lehetséges összefonódások és az együttes használatuk hatása az ebben a jelentésben felvetett szempontokra,
- az elszámolási kötelezettség megkerülése kockázatának lényegessége, különös tekintettel a megkerülésre felhasználható lehetséges piaci gyakorlatokra,
- az elszámolási kötelezettség alóli esetleges mentességgel való visszaélés kockázatát korlátozó lehetséges feltételek,
- a központi elszámolás ösztönzői, figyelembe véve az elszámolási kötelezettség alóli esetleges mentességet,
- a likviditás központilag elszámolt területről az el nem számolt területre történő lehetséges átrendeződésének értékelése.

A fent említett kérdésekkel – különösen a kereskedés utáni kockázatcsökkentő szolgáltatások fogalommeghatározásaival és a több mennyiségi bizonyíték gyűjtésével – kapcsolatos további munka lehetővé tenné a kérdések átfogóbb és sokoldalúbb értékelését,

amely aztán beépülhetne az EMIR-nek az Európai Parlament és a Tanács számára 2024. június 18-ig benyújtandó általános értékelő jelentésébe[12].

[12] Az Európai Parlament és a Tanács tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről, a központi szerződő felekről és a kereskedési adattárakról szóló 648/2012/EU rendelete (2012. július 4.) 85. cikkének (1) bekezdése.