EUROPEISKA
KOMMISSIONEN

Bryssel den 12.4.2021
COM(2021) 172 final

# RAPPORT FRÅN KOMMISSIONEN TILL EUROPAPARLAMENTET OCH RÅDET

## om huruvida handel som är ett direkt resultat av riskreduceringstjänster efter handel bör undantas från clearingkravet för OTC-derivat enligt Emir

# RAPPORT FRÅN KOMMISSIONEN TILL EUROPAPARLAMENTET OCH RÅDET

## om huruvida handel som är ett direkt resultat av riskreduceringstjänster efter handel bör undantas från clearingkravet för OTC-derivat enligt Emir

## 1. Inledning

Enligt artikel 85.3 c i förordning (EU) nr 648/2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister[1] (Emir), i dess ändrade lydelse enligt förordning (EU) 2019/834 (Emir Refit)[2], ska kommissionen rapportera till Europaparlamentet och rådet om huruvida handel som är ett direkt resultat av riskreduceringstjänster efter handel, inbegripet portföljkompression, bör undantas från clearingkravet i artikel 4.1 i Emir. I rapporten ska hänsyn tas till i vilken utsträckning dessa tjänster minskar riskerna, i synnerhet motparts-kreditrisker och operativa risker, samt möjligheterna att clearingkravet kringgås och att negativa incitament uppstår för central clearing.

I denna rapport beaktas synpunkter från en rapport från Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma), berörda parters svar på Esmas offentliga samråd och diskussioner med berörda parter. Esmas rapport antogs den 10 november 2020[3]. Den utarbetades i samarbete med Europeiska systemrisknämnden (ESRB)[4] och beaktar resultaten av ett offentligt samråd[5].

## 2. Vad är riskreduceringstjänster efter handel?

Det finns ingen harmoniserad eller gängse definition av riskreduceringstjänster efter handel. Vissa gemensamma drag finns dock som gör det möjligt att på ett icke uttömmande sätt beskriva riskreduceringstjänster efter handel som förfaranden eller mekanismer genom vilka motparterna minskar en eller flera typer av risker i en portfölj genom att hålla sin marknadsexponering neutral och ta hjälp av en leverantör av riskreduceringstjänster efter handel som tredje part.

Den enda riskreduceringstjänst efter handel som definieras i EU-lagstiftningen är portföljkompression, som definieras som en ”riskreduceringstjänst, där två eller fler motparter helt eller delvis avslutar några av eller alla de derivat som lämnats av dessa motparter för att ingå i portföljkompressionen och ersätta de derivat som avslutats med ett

---

1 EUT L 201, 27.7.2012, s. 1.

2 EUT L 142, 28.5.2019, s. 42.

3 Esma, rapport till Europeiska kommissionen, *Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))*, 10 november 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 juni 2020, ESRB opinion on ESMAs report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (europa.eu).

5 Esma, samrådsdokument, *Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))*, 26 mars 2020, ESMA70-151-2852, esma70-151-2852_consultation_report_ptrr_services_-_article_853a_of_emir.pdf (europa.eu).

annat derivat vars kombinerade nominella värde är mindre än det kombinerade nominella värdet för de derivat som avslutats”[6].

Esma fokuserade på två riskreduceringstjänster efter handel: portföljkompression och portföljomfördelning. Esma sammanfattar huvuddragen i dem (se tabellen nedan) i sin rapport.

| | **Portföljkompression** | **Portföljomfördelning** |
|---|---|---|
| Huvudsyfte | I princip att minska det teoretiska utestående beloppet och antalet transaktioner och därmed de operativa riskerna. | Minska motpartskreditrisker. |
| Mekanism | Helt eller delvis avsluta transaktioner och (så småningom) ersätta de avslutade derivaten med nya transaktioner, ofta med minskat teoretiskt värde. | Tillskjuta nya transaktioner för att minska portföljens risk. Inga transaktioner avslutas och ersätts och det teoretiska beloppet ökas snarare än minskas. |
| Underliggande portfölj | Clearad eller icke-clearad portfölj. | Icke-clearade eller blandade portföljer. |
| Marknadsneutralitet | Transaktionerna utförs med symmetriska toleranser för alla deltagare. | Marknadsneutralitet säkerställs genom att lika stora belopp av köp- och säljexponeringar införs. |

*Baserat på Esmas rapport till Europeiska kommissionen, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a)), 10 november 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), s. 14.*

Detta ger upphov till flera frågor. För det första är beskrivningarna av portföljkompression och portföljomfördelning i Esmas rapport breda och beskrivande. Eventuella undantag skulle dock behöva utformas försiktigt. Det är dessutom oklart hur de förhåller sig till definitionen av portföljkompression i regelverket. För det andra har riskreduceringstjänster efter handel funnits i flera år, men är fortfarande under utveckling. De används inte heller isolerat utan kan kombineras, vilket också ofta sker. Det verkar till exempel vara vanligt att komprimera portföljer med OTC-derivat efter portfölj-

[6] Artikel 2.1.47 i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 600/2014 av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012, EUT L 173, 12.6.2014, s. 84.

omfördelning och därmed använda båda tjänsterna tillsammans. Detta kan ändra effekterna, även de som undersöks i denna rapport. Ju större risktoleranser som tillämpas vid portföljkompression, desto mer sannolikt är det att en normalt riskneutral åtgärd förändrar dess egenskaper och kan få effekter som liknar portföljomfördelning.

## 3. Esmas rapport

Esmas rapport är inriktad på portföljkompression och portföljoptimering/-omfördelning. Slutsatsen är att portföljkompression och portföljoptimering/-omfördelning är användbara verktyg för att hantera risker i både clearade och oclearade portföljer.

Enligt Esma kan man inte genom de aktuella uppgifterna om kompression bedöma i vilken utsträckning clearingkravet har försvårat riskreduceringstjänster efter handel, eftersom de utförs i enlighet med befintliga lagstadgade krav. Esma anser att detta innebär att mer komplexa transaktioner används vid kompression och omfördelning för att undvika clearingkravet.

Esma drar vidare slutsatsen att ett undantag för vissa transaktioner som är en följd av portföljkompression och portföljomfördelning skulle bidra till att öka användningen av dessa riskreduceringstjänster efter handel och till att minska riskerna. Esma anser att ett sådant undantag skulle göra det lättare att komprimera äldre transaktioner, öka deltagandet i riskreduceringstjänster efter handel för motparter som är mindre intresserade av att delta i dag och minska komplexiteten på marknaden genom att använda enklare transaktioner för omfördelning.

Esma anser att i avsaknad av övertygande bevis eller argument för motsatsen uppväger de positiva effekterna bland annat den ökade operativa bördan för marknadsaktörer och tillsynsmyndigheter och ökningen av bruttorisken i de oclearade nettningsmängderna (vid portföljomfördelning). Esma noterar vidare att enbart funktionen att tillåta att transaktioner från riskreduceringstjänster efter handel undantas från clearingkravet när det gäller oclearade transaktionsportföljer inte skulle minska mängden transaktioner som clearas med den centrala motparten eftersom dessa transaktioner annars inte skulle finnas. Enligt Esma skulle risken i portföljer för närvarande kompenseras med användning av instrument som inte omfattas av clearingkravet. Ett undantag från clearingkravet skulle därför enligt Esma göra det möjligt att kompensera risken med standardiserade avtal som annars skulle omfattas av clearingkravet och som är mindre riskfyllda än de instrument som för närvarande används. Detta skulle i sin tur minska risken för komprimerade eller omfördelade portföljer som inte clearats.

För att undvika att ett sådant undantag från clearingkravet missbrukas föreslår Esma en rad krav för tillhandahållande av riskreduceringstjänster efter handel[7] och vissa villkor för att utnyttja undantaget från clearingkravet, där åtskillnad görs mellan villkor för

[7] Esma, rapport till Europeiska kommissionen, *Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))*, 10 november 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), kapitel 8.1, punkt 332.

portföljkompression å ena sidan[8] och portföljomfördelning å den andra[9]. Det föreslagna undantaget är därför snävare för portföljkompression, där undantaget från clearingkravet endast bör gälla riskreduceringstransaktioner efter handel som är en direkt följd av kompressioner av oclearade transaktioner (främst äldre transaktioner, dvs. transaktioner som är oclearade i dag men som tekniskt sett skulle omfattas av clearingkravet och omfördelningstransaktioner). I fråga om portföljomfördelning skulle undantaget tillämpas mer allmänt, eftersom Esma föreslår att det ska omfatta transaktioner som uppstår vid en omfördelning av oclearade portföljer och transaktioner som uppstår i blandade portföljer sammansatta av centralt clearade transaktioner och oclearade transaktioner. Denna bredare tillämpning av undantaget skulle möjliggöra riskhantering för alla portföljer, vilket skulle påverka OTC-derivat som redan clearas centralt.

## 4. Kommissionens bedömning

För att fatta ett välgrundat beslut om huruvida några transaktioner som är ett direkt resultat av riskreduceringstjänster efter handel bör undantas från clearingkravet måste kommissionen enligt artikel 85.3 c i Emir beakta följande tre aspekter:

a) I vilken utsträckning riskreduceringstjänster efter handel minskar riskerna, i synnerhet motpartskreditrisker och operativa risker.
b) Möjligheterna att clearingkravet kringgås om ett undantag skulle beviljas.
c) Möjligheterna att negativa incitament uppstår för central clearing om ett undantag skulle beviljas.

Med tanke på att clearingkravet har införts till följd av ett internationellt åtagande från G20:s sida att bidra till säkrare och mer motståndskraftiga marknader behandlas i denna rapport också de kvantitativa beläggen för fördelarna med riskreduceringstjänster efter handel och huruvida införandet av ett sådant undantag skulle kunna medföra några nya risker.

### a. Hur mycket minskar riskreduceringstjänster efter handel riskerna, i synnerhet motpartskreditrisker och operativa risker

Den gängse uppfattningen är att riskreduceringstjänster efter handel syftar till att minska risken i den samlade portföljen, och att alla riskreducerande transaktioner måste minska den bilaterala risken i den portfölj där de registreras.

När det gäller portföljkompression anger Esma för det första att dessa tjänster syftar till att minska antalet kontrakt, det teoretiska bruttovärdet eller något annat mått på risk utan att väsentligt påverka portföljens marknadsrisk. Detta kan i slutändan minska systemriskerna genom att antalet transaktioner, resultatposter och/eller den teoretiska exponeringen mellan motparter minskas. Detta ligger i linje med det

[8] Esma, rapport till Europeiska kommissionen, *Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))*, 10 november 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), kapitel 8.2, punkterna 333–338.

[9] Esma, rapport till Europeiska kommissionen, *Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))*, 10 november 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), kapitel 8.3, punkterna 339–347.

internationella arbetet – till exempel beskriver Internationella organisationen för värdepapperstillsyn (Iosco) resultatet av kompression som en minskad operativ risk för enskilda marknadsaktörer, vilket i sin tur kan minska systemriskerna och öka den övergripande stabiliteten på finansmarknaderna[10].

Portföljkompressionens roll konstateras i Emir. Artikel 11.1 b i Emir jämförd med artikel 14 i kommissionens delegerade förordning nr 149/2013 [11] innehåller ett konstaterande av att portföljkompression begränsar riskerna och ett krav på att portföljkompression används för OTC-derivat som inte clearas centralt. Skäl 30 i den delegerade förordningen har följande lydelse: ”Portföljkompression kan också vara ett effektivt riskbegränsande verktyg, beroende på olika omständigheter som storleken på motpartsportföljen samt OTC-derivatkontraktens löptid, syfte och standardiseringsgrad. Finansiella och icke-finansiella motparter som har en portfölj med OTC-derivatkontrakt som inte clearas via en central motpart över den nivå som anges i denna förordning bör ha förfaranden för att analysera möjligheten att använda portföljkompression som skulle innebära att de kan minska sin motpartskreditrisk.”

För det andra anger Esma att portföljomfördelning syftar till att minska de obalanser inom portföljer som skapas på grund av att det är omöjligt att netta clearade transaktioners kreditexponeringar mot bilaterala transaktioner inom olika tillgångsklasser som inte är godtagbara för clearing. Portföljomfördelning bygger därför på att nya OTC-derivat ingås för att minska motpartsrisken genom att minska en viss risk (dvs. ränte- eller valutarisker) som identifierats mellan två motparter utan att ändra transaktionerna i den underliggande portföljen. Marknadsaktörerna ser detta som ett sätt att minska systemriskerna genom minskning av den totala exponeringen på marknaden mellan motparter.

Båda dessa tjänsters förmåga att minska riskerna är dock begränsad i vissa avseenden. Omfördelningar skulle inte nödvändigtvis minska de operativa riskerna eftersom de nya OTC-derivat som ingås (och som med ett undantag tillåts stanna kvar inom den bilaterala sfären) skulle kunna skapa ytterligare operativa risker. Även om det vidare är så att en användning av klassiska OTC-derivat i stället för mer komplexa derivat för att ersätta eller ändra transaktioner vid omfördelning av en portfölj minskar risken inom det oclearade segmentet skulle den aktuella OTC-derivatandelen inte förvaltas av centrala motparter, vilket skulle kunna öka risken i det kombinerade systemet. Om sådana OTC-derivat undantas från clearingkravet skulle de inte dra nytta av den riskhantering som central clearing erbjuder. Detta skulle kunna öka den totala risken inom det centralt clearade och det oclearade segmentet tillsammans,

---

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

11 Kommissionens delegerade förordning (EU) nr 149/2013 av den 19 december 2012 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 med avseende på tekniska standarder för tillsyn av indirekta clearingarrangemang, clearingkravet, det offentliga registret, tillträde till en handelsplats, icke-finansiella motparter och riskbegränsningstekniker för OTC-derivatkontrakt som inte clearas via en central motpart (EUT L 052, 23.2.2013, s. 11).

även om risken på det icke-clearade segmentet i viss utsträckning skulle ha minskats genom omfördelningen.

Esmas uppgifter illustrerar den utbredda användningen av portföljkompression och portföljomfördelning i branschen. Rapporten kvantifierar dock inte den riskbegränsning (motpartskreditrisk och operativ risk) som dessa tjänster tillhandahåller. Bedömningen bygger på en grundlig teoretisk bedömning snarare än på empiriska data som skulle kunna möjliggöra en mer övergripande analys och identifiering av potentiella förändringar av riskerna. Det bör dock påpekas att en sådan bedömning inte är enkel med tanke på att något undantag ännu inte har införts, men viss klarhet skulle kunna bringas genom en kvantitativ bedömning av liknande undantag i tredjeländer, som Esma hänvisar till i bilagan till sin rapport. Även om en portföljomfördelning minskar riskerna inom de omfördelade portföljerna i sig förefaller det svårt att bedöma den övergripande riskbegränsningen när man ser på det mer systematiskt. Esma har visserligen gjort en gedigen teoretisk analys av de potentiella problemen och tillhandahållit vissa uppgifter om användningen av dessa tjänster, men det är (ännu) inte tillräckligt tydligt att fördelarna med att undanta transaktioner till följd av riskreduceringstjänster efter handel från clearingkravet uppväger de potentiella riskerna.

**b. Möjligheterna att kringgå clearingkravet**

Enligt artikel 85.3 c i Emir ska kommissionen i sin rapport undersöka om ett undantag från clearingkravet för riskreduceringstjänster efter handel kan leda till att clearingkravet kringgås.

Å ena sidan påpekar Esma att riskreduceringstjänster efter handel för närvarande undviker clearingkravet eftersom de påföljande transaktionerna inte tillhör en kategori av OTC-derivat som omfattas av clearingkravet, t.ex. mer komplicerade swaptioner i stället för klassiska derivat. Om sådana derivat från riskreduceringstjänster efter handel i framtiden undantas från clearingkravet kan motparter som ägnar sig åt dessa tjänster använda dessa enklare och mer standardiserade instrument. Esma anser det osannolikt att ett sådant undantag skulle leda till att clearingkravet kringgås, eftersom denna typ av derivat aldrig skulle ha ingåtts utan undantaget. Endast undantaget skulle göra det möjligt att använda dem för riskreducering efter handel inom det segment som inte clearas centralt. Esma anser att sådana derivattransaktioner endast är ”administrativa”. De skulle inte ingås av något annat skäl. Enligt Esma skulle ett undantag inte uppmuntra marknadsaktörerna att använda denna teknik som ett sätt att undvika central clearing, eftersom det inte skulle påverka OTC-derivat som omfattas av clearingkravet och uppkommer genom normal handelsverksamhet.

Å andra sidan noterar vissa berörda parter att ett undantag från clearingkravet skulle öppna stora möjligheter till regelarbitrage och ”smart” handel för att extrahera OTC-derivat som för närvarande finns i clearade portföljer och föra över dem till det

oclearade segmentet. Detta skulle kunna fungera som ett incitament för att kringgå clearingkravet, vilket skulle leda till större snarare är mindre risk.

För att undvika ett sådant kringgående av clearingkravet rekommenderar Esma att man utarbetar villkor för undantag från clearingkravet. Dessa villkor skulle kunna begränsa ett eventuellt undantag till vissa OTC-derivat, t.ex. äldre transaktioner, eller till vissa riskreduceringstjänster efter handel. Esma föreslår också att vissa krav införs för riskreduceringstjänster efter handel, t.ex. att de bör vara marknads-riskneutrala, minska den bilaterala risken i den portfölj där de registreras och utföras av en oberoende tjänsteleverantör.

Även om de av Esma föreslagna kraven och villkoren för undantag från clearingkravet kan begränsa möjligheterna att använda ett sådant undantag för att kringgå clearingkravet, är det nödvändigt med ytterligare analys. Särskilt idén om att låta blandade (centralt clearade och icke-clearade) OTC-derivatportföljer ingå i portföljomfördelningstjänster som undantas clearingkravet samt att kombinera riskreduceringstjänster efter handel inom det clearade segmentet med transaktioner för att föra över risken till central clearing (se slutet av avsnitt 3) skulle ändra på relationen mellan det centralt clearade och det oclearade segmentet, och likaså det faktum att olika riskbegränsningsverktyg bör användas inom det centralt clearade och det oclearade segmentet.

Ytterligare analys av eventuella likviditetsöverföringar från det centralt clearade till det oclearade segmentet bör också övervägas.

**c. Möjligheten att negativa incitament uppstår för central clearing**

Marknaden är splittrad när det gäller möjligheterna att negativa incitament för central clearing uppstår till följd av ett undantag från clearingkravet för transaktioner som är ett resultat av riskreduceringstjänster efter handel. Esma drar därför slutsatsen att även om det inte finns några belägg för att clearingkravet skulle hindras bör detta övervakas noggrant för att säkerställa att eventuella risker kan hanteras genom ytterligare reglering och/eller tillsynsåtgärder.

Om undantaget från clearingkravet skulle innebära ett billigare alternativ i framtiden i fråga om kapital- och marginalkostnader för att säkra handel inom det bilaterala segmentet skulle detta kunna avskräcka från central clearing. Under sådana omständigheter skulle det endast vara mer ekonomiskt lönsamt i fråga om kapital- och marginalkostnader att cleara bilateralt ju större nettningsmängden är.

Frivillig central clearing visar att dessa potentiella negativa incitament inte försvinner helt: Det är uppenbart att motparter som kan cleara ett OTC-derivat centralt men väljer att inte göra det gör detta val eftersom bilateral clearing är ekonomiskt rimlig för dem. En eventuell minskning av likviditeten skulle dessutom avskräcka från deltagande i central clearing.

Effekterna från riskreduceringstjänster efter handel när det gäller eventuella negativa incitament för clearing är oklara. Med beaktande av de olika intressenternas åsikter och Esmas rapport skulle en ytterligare analys från Esma vara nyttig, särskilt när det gäller incitamentens effekter på central clearing, som stärks när det finns mer likviditet inom centralt clearade segmentet.

## 5. Slutsats

I Emir valde medlagstiftarna central clearing som ett nyckelinslag i de G20-åtaganden som bör vara det främsta riskbegränsningsverktyget för klassiska OTC-derivat som omfattas av clearingkravet. Andra, mindre långtgående riskbegränsningstekniker bör användas för andra OTC-derivat som inte omfattas av clearingkravet. Både central clearing och riskreduceringstjänster efter handel blomstrar inom sina respektive segment. I allmänhet bör vissa OTC-derivat endast undantas från clearingkravet om riskerna med att bevilja ett sådant undantag är mindre än riskerna för att bevara situationen som den är i dag.

Esma har i samarbete med ESRB gjort en omfattande och grundlig analys av riskreduceringstjänster efter handel. Icke desto mindre kvarstår viktiga olösta frågor. I synnerhet krävs ytterligare kvantitativa bedömningar och analyser av vissa aspekter av rapporten för att kommissionen ska kunna fatta ett mer välgrundat beslut om eventuella förslag till lagändringar.

I synnerhet följande frågor behöver behandlas ytterligare:

- Definitionen av riskreduceringstjänster efter handel, t.ex. hur olika typer av riskreduceringstjänster efter handel skulle kunna definieras mer konkret.
- Möjliga kopplingar mellan riskreduceringstjänster efter handel och effekterna av den kombinerade användningen av dem på de aspekter som tas upp i denna rapport.
- Hur reell risken är för att clearingkravet kringgås, särskilt eventuella marknads-metoder som skulle kunna användas för att genomföra ett sådant kringgående.
- Eventuella villkor som begränsar risken för ett sådant missbruk av ett eventuellt undantag från clearingkravet.
- Incitamenten för central clearing med hänsyn till ett eventuellt undantag från clearingkravet.
- Utvärdering av potentiella likviditetsöverföringar från det centralt clearade till det oclearade segmentet.

Ytterligare arbete med ovannämnda frågor, särskilt definitionerna av riskreduceringstjänster efter handel och insamling av mer kvantitativa bevis, skulle möjliggöra en mer omfattande och välbalanserad bedömning av frågorna, som skulle kunna ingå i den allmänna bedömningsrapporten om Emir, som ska läggas fram för Europaparlamentet och rådet senast den 18 juni 2024[12].

[12] Artikel 85.1 i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 av den 4 juli 2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister.