EUROPESE
COMMISSIE

Brussel, 12.4.2021
COM(2021) 172 final

VERSLAG VAN DE COMMISSIE AAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD

over de vraag of transacties die rechtstreeks voortvloeien uit posttransactionele risicobeperkingsdiensten moeten worden vrijgesteld van de clearingverplichting voor otc-derivaten uit hoofde van de EMIR

VERSLAG VAN DE COMMISSIE AAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD

over de vraag of transacties die rechtstreeks voortvloeien uit posttransactionele risicobeperkingsdiensten moeten worden vrijgesteld van de clearingverplichting voor otc-derivaten uit hoofde van de EMIR

1. Inleiding

Krachtens artikel 85, lid 3, punt c), van Verordening (EU) nr. 648/2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters [1] (EMIR), zoals gewijzigd bij Verordening (EU) 2019/834 (EMIR Refit)[2], moet de Commissie aan het Parlement en de Raad verslag uitbrengen over de vraag of transacties die rechtstreeks voortvloeien uit posttransactionele risicobeperkingsdiensten, met inbegrip van portefeuillecompressie, moeten worden vrijgesteld van de clearingverplichting als bedoeld in artikel 4, lid 1, EMIR. In het verslag moet rekening worden gehouden met de mate waarin deze diensten risico's limiteren, met name tegenpartijkredietrisico en operationeel risico, met de ruimte voor het omzeilen van de clearingverplichting en met het mogelijk ontmoedigende effect voor centrale clearing.

In dit verslag wordt rekening gehouden met de input van een verslag van de Europese Autoriteit voor effecten en markten (ESMA), de reacties van belanghebbenden op de openbare raadpleging van ESMA en discussies van ESMA met belanghebbenden. Het op 10 november 2020 vastgestelde verslag van ESMA[3] is opgesteld in samenwerking met het Europees Comité voor systeemrisico's (ESRB)[4]. De resultaten van een openbare raadpleging[5] zijn in dit verslag verwerkt.

2. Wat zijn posttransactionele risicobeperkingsdiensten?

Er bestaat geen geharmoniseerde of wijdverbreide definitie van posttransactionele risicobeperkingsdiensten. Niettemin zijn er enkele gemeenschappelijke kenmerken op grond waarvan posttransactionele risicobeperkingsdiensten op niet-uitputtende wijze kunnen worden omschreven als procedures of mechanismen waarmee tegenpartijen een of meer soorten risico's van een portefeuille beperken, waarbij hun blootstelling op de markt neutraal blijft en sprake is van tussenkomst van een verlener van posttransactionele risicobeperkingsdiensten als derde partij.

---

1 PB L 201 van 27.7.2012, blz. 1.

2 PB L 142 van 28.5.2019, blz. 42.

3 Verslag aan de Europese Commissie "Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))", ESMA, 10 november 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu).

4 "ESRB opinion on ESMA's report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))", ESRB, 12 juni 2020, ESRB opinion on ESMAs report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (europa.eu).

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

De enige bij Europees recht gedefinieerde posttransactionele risicobeperkingsdienst is "compressie van een portefeuille", gedefinieerd als "een risicoverlagende dienst waarbij twee of meer tegenpartijen enkele of alle derivaten die door hen zijn voorgelegd om te worden opgenomen in de compressie van een portefeuille, geheel of gedeeltelijk beëindigen en de beëindigde derivaten vervangen door een ander derivaat waarvan de gecombineerde notionele waarde kleiner is dan de gecombineerde notionele waarde van de beëindigde derivaten"[6].

ESMA heeft zich op twee posttransactionele risicobeperkingsdiensten gericht: portefeuillecompressie en portefeuilleherschikking. ESMA vat in haar verslag de belangrijkste kenmerken ervan samen (zie onderstaande tabel).

	Portefeuillecompressie	**Portefeuilleherschikking**
Voornaamste doel	In beginsel om het notionele uitstaande bedrag en het aantal transacties en dus het operationele risico te verminderen.	Het tegenpartijkredietrisico verminderen.
Mechanisme	Transacties geheel of gedeeltelijk beëindigen en (uiteindelijk) de beëindigde derivaten vervangen door nieuwe transacties, vaak met een lagere notionele waarde.	Het injecteren van nieuwe transacties om het risico van de portefeuille te beperken. Er worden geen transacties beëindigd en vervangen, en de notionele waarde wordt verhoogd in plaats van verlaagd.
Onderliggende portefeuille	Geclearde of ongeclearde portefeuille.	Ongeclearde of gemengde portefeuilles.
Marktneutraliteit	Transacties die worden uitgevoerd met behulp van symmetrische toleranties voor alle deelnemers.	De marktneutraliteit wordt gewaarborgd door gelijke bedragen aan- en verkoopblootstellingen toe te voegen.

Gebaseerd op het verslag aan de Europese Commissie "Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))", EMSA, 10 november 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), blz. 14.

6 Artikel 2, lid 1, punt 47, van Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten in financiële instrumenten en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012 (PB L 173 van 12.6.2014, blz. 84).

In dit verband rijzen verschillende vragen. Ten eerste worden portefeuillecompressie en portefeuilleherschikking breed omschreven in het ESMA-verslag. Mogelijke vrijstellingen zouden echter zorgvuldig moeten worden afgebakend. Het is voorts onduidelijk hoe zij verband houden met de definitie van portefeuillecompressie in het EU-recht. Ten tweede zijn posttransactionele risicobeperkingsdiensten, hoewel zij al enkele jaren bestaan, nog steeds in ontwikkeling. Bovendien worden zij niet op zichzelf gebruikt, maar kunnen zij worden gecombineerd, en dat gebeurt ook vaak. Het lijkt bijvoorbeeld gangbaar om otc-derivatenportefeuilles na een portefeuilleherschikking te comprimeren en aldus beide diensten samen te gebruiken. Dat kan van invloed zijn op de effecten, met inbegrip van de in dit verslag onderzochte effecten. Hoe groter de risicotoleranties bij portefeuillecompressie, hoe sterker de kenmerken van doorgaans risiconeutrale inspanningen veranderen, waarbij effecten kunnen optreden die vergelijkbaar zijn met portefeuilleherschikking.

3. ESMA-verslag

Het verslag van ESMA is gericht op portefeuillecompressie en op herschikking/optimalisatie van de portefeuille. In het verslag wordt geconcludeerd dat portefeuillecompressie en portefeuilleherschikking/-optimalisatie nuttige instrumenten zijn om risico's in zowel geclearde als ongeclearde portefeuilles te beheren.

ESMA is van mening dat de huidige cijfers met betrekking tot compressie geen mogelijkheid bieden om te beoordelen in hoeverre posttransactionele risicobeperkingsdiensten worden belemmerd door de clearingverplichting, aangezien dergelijke diensten worden verricht overeenkomstig de bestaande regelgevingsvereisten. Volgens ESMA impliceert dit dat complexere transacties worden gebruikt in het kader van compressie en herschikking om de clearingverplichting te omzeilen.

ESMA concludeert voorts dat het vrijstellen van bepaalde transacties die voortvloeien uit portefeuillecompressie en -herschikking zou bijdragen tot een groter gebruik van deze posttransactionele risicobeperkingsdiensten en tot beperking van het risico. ESMA is van mening dat een dergelijke vrijstelling het makkelijker zou maken om transacties uit het verleden te comprimeren, de deelname aan posttransactionele risicobeperkingsdiensten zou kunnen vergroten onder tegenpartijen die daar momenteel weinig belangstelling voor hebben, en de markt minder complex zou kunnen maken door eenvoudigere transacties te gebruiken in het kader van herschikking.

ESMA is van mening dat, bij gebrek aan overtuigend bewijs of argumenten voor het tegendeel, de positieve effecten opwegen tegen onder meer de toegenomen operationele lasten voor marktdeelnemers en toezichthouders en de toename van het brutorisico in de niet-geclearde samenstellen van verrekenbare transacties (in het geval van portefeuilleherschikking). ESMA merkt voorts op dat de loutere mogelijkheid om posttransactionele risicobeperkingsdiensten vrij te stellen van de clearingverplichting wanneer zij verband houden met ongeclearde transactieportefeuilles, niet leidt tot een lager aantal met de centrale tegenpartij (CTP) geclearde transacties, omdat die transacties anders niet zouden bestaan. Volgens ESMA wordt het portefeuillerisico momenteel

gecompenseerd door het gebruik van instrumenten die niet onder de clearingverplichting vallen. Een vrijstelling van de clearingverplichting maakt het volgens ESMA derhalve mogelijk het risico te compenseren door middel van gestandaardiseerde contracten die anders onder de clearingverplichting zouden vallen en die minder risicovol zijn dan de momenteel gebruikte instrumenten. Dit zou dan weer leiden tot een beperking van het risico op compressie of herschikking van ongeclearde portefeuilles.

Om misbruik van een dergelijke vrijstelling van de clearingverplichting te voorkomen, stelt ESMA een reeks vereisten voor de verrichting van posttransactionele risicobeperkingsdiensten voor[7], alsook bepaalde voorwaarden om in aanmerking te komen voor de vrijstelling van de clearingverplichting, met een onderscheid tussen voorwaarden voor portefeuillecompressie enerzijds[8] en portefeuilleherschikking anderzijds[9]. De voorgestelde vrijstelling is daarom beperkter voor portefeuillecompressie, waarbij de vrijstelling van de clearingverplichting alleen van toepassing zou moeten zijn op transacties van posttransactionele risicobeperkingsdiensten die rechtstreeks voortvloeien uit de compressie van ongeclearde transacties (voornamelijk transacties uit het verleden, d.w.z. transacties die momenteel niet zijn gecleard maar waarop technisch gezien de clearingverplichting van toepassing zou zijn en herschikkingstransacties). Bij portefeuilleherschikking zou een ruimere vrijstelling gelden, aangezien ESMA voorstelt zowel transacties vrij te stellen die voortvloeien uit de herschikking van ongeclearde portefeuilles als transacties die voortvloeien uit gemengde portefeuilles die zijn samengesteld uit centraal geclearde en ongeclearde transacties. Deze ruimere toepassing van de vrijstelling maakt risicobeheer tussen portefeuilles mogelijk, met gevolgen voor otc-derivaten die reeds centraal worden gecleard.

4. Beoordeling door de Commissie

Om met kennis van zaken te kunnen beslissen of transacties die rechtstreeks voortvloeien uit posttransactionele risicobeperkingsdiensten moeten worden vrijgesteld van de clearingverplichting, moet de Commissie op grond van artikel 85, lid 3, punt c), van de EMIR rekening houden met de volgende drie aspecten:

a) de mate waarin posttransactionele risicobeperkingsdiensten het risico limiteren, met name tegenpartijkredietrisico en operationeel risico;
b) de ruimte voor het omzeilen van de clearingverplichting indien vrijstelling zou worden verleend;

---

7 Verslag aan de Europese Commissie "Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))", ESMA, 10 november 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), hoofdstuk 8.1, punt 332.

8 Verslag aan de Europese Commissie "Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))", ESMA, 10 november 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), hoofdstuk 8.2, punten 333-338.

9 Verslag aan de Europese Commissie "Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))", ESMA, 10 november 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), hoofdstuk 8.3, punten 339-347.

c) het mogelijk ontmoedigende effect voor centrale clearing indien vrijstelling zou worden verleend.

Aangezien de clearingverplichting is ingevoerd naar aanleiding van een internationale verbintenis van de G20 om bij te dragen tot veiligere en veerkrachtigere markten, wordt in dit verslag ook ingegaan op het kwantitatieve bewijs van de voordelen van posttransactionele risicobeperkingsdiensten en op de vraag of de invoering van de vrijstelling nieuwe risico's kan opleveren.

a. Mate waarin posttransactionele risicobeperkingsdiensten het risico limiteren, met name tegenpartijkredietrisico en operationeel risico

Algemeen wordt aangenomen dat posttransactionele risicobeperkingsdiensten tot doel hebben het risico in de totale portefeuille te beperken en dat alle risicoverminderende transacties moeten leiden tot beperking van het bilaterale risico in de portefeuille waarin zij worden geboekt.

Ten eerste geeft ESMA aan dat dergelijke diensten in geval van portefeuillecompressie tot doel hebben het aantal contracten, de bruto notionele waarde of een andere mate van risico te beperken zonder het marktrisico van de portefeuille wezenlijk te beïnvloeden. Dit kan uiteindelijk leiden tot lagere systeemrisico's door het aantal transacties, posten en/of de notionele blootstelling tussen tegenpartijen te verminderen. Dit is in overeenstemming met de werkzaamheden in internationaal verband. Zo beschrijft de Internationale organisatie van effectentoezichthouders (Iosco) het resultaat van compressie als "een verminderd operationeel risico voor individuele marktdeelnemers, dat op zijn beurt het systeemrisico kan verminderen en de algehele stabiliteit van de financiële markten kan vergroten"[10].

De rol van portefeuillecompressie wordt erkend in de EMIR. In artikel 11, lid 1, punt b), EMIR, in samenhang met artikel 14 van Gedelegeerde Verordening (EU) nr. 149/2013 van de Commissie[11], wordt erkend dat portefeuillecompressie het risico limiteert en wordt portefeuillecompressie verplicht gesteld voor niet-centraal geclearde otc-derivaten. Voorts luidt overweging 30 van die gedelegeerde verordening als volgt: "Comprimeren van portefeuilles kan, afhankelijk van omstandigheden zoals omvang van de portefeuille met een tegenpartij, looptijd, doel en mate van standaardisatie van otc-derivatencontracten, eveneens een efficiënt instrument zijn voor risico-inperkingsdoeleinden. Financiële tegenpartijen en niet-financiële tegenpartijen die een niet door een CTP geclearde portefeuille van otc-derivatencontracten boven het in deze verordening bepaald niveau hebben, moeten over operationele procedures beschikken om de mogelijkheid te analyseren

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

[11] Gedelegeerde Verordening (EU) nr. 149/2013 van de Commissie van 19 december 2012 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen betreffende indirecte clearingregelingen, de clearingverplichting, het openbaar register, toegang tot een handelsplatform, niet-financiële tegenpartijen, risico-inperkingstechnieken voor niet door een CTP geclearde otc-derivatencontracten (PB L 52 van 23.2.2013, blz. 11).

comprimeren van portefeuilles te gebruiken waarmee zij hun tegenpartijkredietrisico kunnen verminderen."

Ten tweede merkt ESMA op dat portefeuilleherschikking tot doel heeft de onevenwichtigheden binnen portefeuilles te verminderen die ontstaan doordat kredietblootstellingen van geclearde transacties niet kunnen worden verrekend met bilaterale transacties tussen verschillende activaklassen die niet voor clearing in aanmerking komen. Als zodanig is portefeuilleherschikking gebaseerd op het aangaan van nieuwe otc-derivaten om het tegenpartijrisico te beperken door een bepaald risico (d.w.z. rente- of valutarisico's) tussen twee tegenpartijen te beperken zonder de transacties in de onderliggende portefeuille te veranderen. Marktdeelnemers zien dit als een manier om het systeemrisico te beperken door de totale blootstelling op de markt tussen tegenpartijen te verminderen.

Niettemin hebben beide diensten in sommige opzichten een beperkt vermogen om de risico's te verminderen. Herschikking leidt niet noodzakelijkerwijs tot lagere operationele risico's, aangezien de nieuwe aangegane otc-derivaten (die met een vrijstelling in de bilaterale sfeer mogen blijven) extra operationele risico's kunnen opleveren. Zelfs wanneer het gebruik van gewone otc-derivaten in plaats van complexere derivaten om transacties te vervangen of te wijzigen in het kader van een portefeuilleherschikking leidt tot een beperking van het risico in de ongeclearde ruimte, wordt dat deel van de otc-derivaten niet door centrale tegenpartijen beheerd, waardoor het risico in het gecombineerde systeem zou kunnen toenemen. Indien dergelijke otc-derivaten van de clearingverplichting worden vrijgesteld, zouden zij immers niet profiteren van het risicobeheer dat met centrale clearing gepaard gaat. Hierdoor zou het totale risico in de centraal geclearde en in de niet-geclearde ruimte tezamen kunnen stijgen, zelfs wanneer het risico in de ongeclearde ruimte enigszins zou worden beperkt door de herschikking.

Uit de door ESMA verstrekte gegevens blijkt dat portefeuillecompressie en portefeuilleherschikking wijdverspreide praktijken zijn in de sector. In het verslag wordt evenwel niet gekwantificeerd in hoeverre het risico (het tegenpartijkredietrisico en het operationele risico) door die diensten wordt gelimiteerd. De beoordeling is gebaseerd op een grondige theoretische beoordeling en niet op empirische gegevens die een meer holistische analyse en identificatie van potentiële verschuivingen in risico's mogelijk maken. Hoewel het niet eenvoudig is om een dergelijke beoordeling te verrichten aangezien er nog geen vrijstelling bestaat, kan een kwantitatieve beoordeling van soortgelijke vrijstellingen in derde landen, waarnaar ESMA verwijst in de bijlage bij haar verslag, meer inzicht bieden. Ofschoon portefeuilleherschikking het risico binnen de herschikte portefeuilles limiteert, is de algehele risicolimitering moeilijk te beoordelen wanneer een systematischer aanpak wordt gevolgd. ESMA heeft een gedegen theoretische analyse van de potentiële problemen en gegevens over het gebruik van deze diensten verstrekt, maar daaruit blijkt (nog) niet duidelijk genoeg dat de voordelen van het

vrijstellen van uit posttransactionele risicobeperkingsdiensten voortvloeiende transacties van de clearingverplichting opwegen tegen de potentiële risico's.

b. Ruimte voor het omzeilen van de clearingverplichting

Op grond van artikel 85, lid 3, punt c), EMIR moet in het verslag van de Europese Commissie worden beoordeeld in hoeverre een vrijstelling van de clearingverplichting voor posttransactionele risicobeperkingsdiensten ruimte biedt om de clearingverplichting te omzeilen.

Enerzijds merkt ESMA op dat de clearingverplichting in het kader van posttransactionele risicobeperkingsdiensten momenteel wordt omzeild door ervoor te zorgen dat de daaruit voortvloeiende transacties niet vallen onder een categorie otc-derivaten waarop de clearingverplichting van toepassing is, d.w.z. complexere swaptions in plaats van gewone derivaten. Indien dergelijke uit posttransactionele risicobeperkingsdiensten voortvloeiende derivaten in de toekomst van de clearingverplichting worden vrijgesteld, dan zouden tegenpartijen die zich bezighouden met posttransactionele risicobeperkingsdiensten gebruik kunnen maken van deze eenvoudigere en meer gestandaardiseerde instrumenten. ESMA acht het onwaarschijnlijk dat een dergelijke vrijstelling zou leiden tot omzeiling van de clearingverplichting, aangezien die derivaten zonder de vrijstelling nooit zouden zijn aangegaan. Alleen de vrijstelling zou het mogelijk maken dergelijke derivaten voor posttransactionele risicobeperkingsdoeleinden te gebruiken in de niet-centraal geclearde ruimte. ESMA beschouwt dergelijke derivatentransacties als louter "administratief". Zij zouden om geen enkele andere reden worden aangegaan. Volgens ESMA zou een vrijstelling marktdeelnemers niet stimuleren om deze techniek te gebruiken als manier om centrale clearing te omzeilen, aangezien dat geen gevolgen zou hebben voor onder de clearingverplichting vallende otc-derivaten die voortvloeien uit gewone handelsactiviteiten.

Anderzijds merken sommige belanghebbenden op dat een vrijstelling van de clearingverplichting aanzienlijke ruimte zou bieden voor regelgevingsarbitrage en "sluwe" transacties waarbij otc-derivaten in geclearde portefeuilles worden geëxtraheerd en in de ongeclearde ruimte worden gebracht. Dit zou een stimulans kunnen zijn om de clearingverplichting te omzeilen, waarbij de risico's worden verhoogd in plaats van verlaagd.

Om een dergelijke omzeiling van de clearingverplichting te voorkomen, beveelt ESMA aan voorwaarden te ontwikkelen voor elke vrijstelling van de clearingverplichting. Daarbij kan elke vrijstelling worden voorbehouden aan bepaalde otc-derivaten, bijvoorbeeld transacties uit het verleden, of aan bepaalde posttransactionele risicobeperkingsdiensten. ESMA stelt ook voor om bepaalde vereisten voor posttransactionele risicobeperkingsdiensten in te voeren, d.w.z. dat zij marktrisiconeutraal moeten zijn, het bilaterale risico in de portefeuille waarin zij worden geboekt moeten beperken en door een onafhankelijke dienstverlener moeten worden verricht.

Hoewel de mogelijkheden om de clearingverplichting door middel van de vrijstelling te omzeilen kunnen worden beperkt met behulp van de vereisten en voorwaarden die ESMA aan de vrijstelling wil verbinden, is een nadere analyse nodig. Met name het voorstel om gemengde (centraal geclearde en ongeclearde) otc-derivatenportefeuilles op te nemen in portefeuilleherschikkingsdiensten die onder de vrijstelling van de clearingverplichting vallen, en om posttransactionele risicobeperkingsdiensten in de ongeclearde ruimte te combineren met transacties om het risico naar centrale clearing over te hevelen (zie het eind van punt 3), zou veranderingen met zich meebrengen voor de relatie tussen de centraal geclearde en de ongeclearde ruimte, alsook voor het feit dat verschillende risicolimiteringsinstrumenten moeten worden gebruikt in de centraal geclearde en in de ongeclearde ruimte.

Voorts dient te worden overwogen de potentiële liquiditeitsverschuivingen van de centraal geclearde naar de ongeclearde ruimte aan een nadere analyse te onderwerpen.

c. Mogelijk ontmoedigend effect voor centrale clearing

De markt is verdeeld over het mogelijk ontmoedigende effect voor centrale clearing dat kan uitgaan van een vrijstelling van de clearingverplichting voor transacties die voortvloeien uit posttransactionele risicobeperkingsdiensten. ESMA concludeert derhalve dat, ofschoon er geen bewijs is dat de clearingverplichting een risico op een ontmoedigend effect oplevert, dit zorgvuldig moet worden gemonitord om ervoor te zorgen dat een eventueel risico kan worden aangepakt door middel van verdere regelgeving en/of toezichtmaatregelen.

Indien de vrijstelling van de clearingverplichting in de toekomst qua kapitaal- en margekosten een goedkopere optie zou zijn voor het afdekken van transacties in de bilaterale ruimte, kan dat een ontmoedigend effect hebben voor centrale clearing. In dergelijke omstandigheden kan bilaterale clearing alleen rendabeler worden in termen van kapitaal- en margekosten naarmate het samenstel van verrekenbare transacties groter wordt.

Uit vrijwillige centrale clearing blijkt dat dit mogelijk ontmoedigende effect niet volledig wegvalt: het is duidelijk dat tegenpartijen die een otc-derivaat centraal kunnen clearen, maar dat niet doen, die keuze maken omdat bilaterale clearing voor hen een redelijke optie is qua kosten. Bovendien zou een mogelijke vermindering van de liquiditeit de deelname aan centrale clearing ontmoedigen.

Het is niet duidelijk in hoeverre posttransactionele risicobeperkingsdiensten een ontmoedigend effect hebben voor clearing. Rekening houdend met de uiteenlopende standpunten van belanghebbenden en het ESMA-verslag, zou een verdere analyse door ESMA nuttig zijn, met name wat betreft het effect op stimulansen voor centrale clearing die worden versterkt wanneer zich meer liquiditeit bevindt in de centraal geclearde ruimte.

5. Conclusie

In de EMIR hebben de medewetgevers centrale clearing aangewezen als kernelement van de G20-toezeggingen; centrale clearing moet het primaire risicolimiteringsinstrument zijn voor gewone otc-derivaten waarop de clearingverplichting van toepassing is. Er moeten andere, minder verregaande risicolimiteringstechnieken worden gebruikt voor andere otc-derivaten die niet onder de clearingverplichting vallen. Zowel centrale clearing als posttransactionele risicobeperkingsdiensten floreren in hun respectieve ruimtes. Over het algemeen mogen bepaalde otc-derivaten alleen van de clearingverplichting worden vrijgesteld wanneer de risico's van het verlenen van de vrijstelling kleiner zijn dan de risico's die bestaan wanneer de huidige situatie behouden blijft.

ESMA heeft, in samenwerking met de ESRB, de posttransactionele risicobeperkingsdiensten onderworpen aan een uitgebreide en grondige analyse. Toch zijn verschillende belangrijke vragen nog niet beantwoord. Voor bepaalde aspecten van het verslag zijn met name een nadere kwantitatieve beoordeling en analyse nodig om de Commissie in staat te stellen met meer kennis van zaken een besluit te nemen over een eventueel voorstel tot wijziging van de wetgeving.

Met name de volgende punten moeten nader worden beschouwd:

- de definitie van posttransactionele risicobeperkingsdiensten, d.w.z. hoe verschillende soorten posttransactionele risicobeperkingsdiensten concreter kunnen worden omschreven;
- de mogelijke onderlinge verbanden tussen posttransactionele risicobeperkingsdiensten en het effect van het gecombineerde gebruik ervan op de in dit verslag aan de orde gestelde aspecten;
- de materialiteit van het risico van omzeiling van de clearingverplichting, in het bijzonder mogelijke marktpraktijken die voor een dergelijke omzeiling zouden kunnen worden gebruikt;
- mogelijke voorwaarden om het risico op dergelijk misbruik van een mogelijke vrijstelling van de clearingverplichting te beperken;
- de stimulansen voor centrale clearing, rekening houdend met een mogelijke vrijstelling van de clearingverplichting;
- de evaluatie van potentiële liquiditeitsverschuivingen van de centraal geclearde naar de ongeclearde ruimte.

Door verder werk te maken van bovengenoemde kwesties, met name het definiëren van posttransactionele risicobeperkingsdiensten en het verzamelen van meer kwantitatief bewijsmateriaal, kunnen de kwesties uitgebreider en weloverwogener worden beoordeeld. Die beoordeling kan vervolgens worden meegenomen in het algemene EMIR-beoordelingsverslag, dat uiterlijk op 18 juni 2024 aan het Europees Parlement en de Raad moet worden voorgelegd[12].

[12] Artikel 85, lid 1, van Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 4 juli 2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters.