

Bruxelles, 19.10.2017
COM(2017) 604 final

RAPORT AL COMISIEI CĂTRE PARLAMENTUL EUROPEAN ȘI CONSILIU

în temeiul articolului 29 alineatul (3) din Regulamentul (UE) 2015/2365 din 25 noiembrie 2015 privind transparența operațiunilor de finanțare prin instrumente financiare și transparența reutilizării și de modificare a Regulamentului (UE) nr. 648/2012

RAPORT AL COMISIEI CĂTRE PARLAMENTUL EUROPEAN ȘI CONSILIU

în temeiul articolului 29 alineatul (3) din Regulamentul (UE) 2015/2365 din 25 noiembrie 2015 privind transparența operațiunilor de finanțare prin instrumente financiare și transparența reutilizării și de modificare a Regulamentului (UE) nr. 648/2012

1. INTRODUCERE

Regulamentul (UE) 2015/2365 privind transparența operațiunilor de finanțare prin instrumente financiare și transparența reutilizării (SFTR) își propune să obțină o mai bună înțelegere a efectelor sistemului bancar paralel (al activității de creditare desfășurate de instituțiile financiare nebancare) și să abordeze riscurile prezentate de operațiunile de finanțare prin instrumente financiare (SFT-uri).

SFT-urile sunt tranzacții securizate de finanțare sau de împrumut care implică un schimb temporar de active cu un segment al tranzacției care servește drept garanție (obligație). Acordurile de răscumpărare (repo) constituie cea mai importantă categorie de operațiuni de finanțare prin instrumente financiare în ceea ce privește sumele restante și cifra de afaceri. Acestea sunt motivate, în general, de nevoia de a contracta împrumuturi de numerar. Din punctul de vedere al debitorului, tranzacția constă în vânzarea de instrumente financiare contra numerar, convenindu-se în prealabil ca titlurile de valoare să fie răscumpărate la un preț prestabilit. Titlurile de valoare vândute servesc drept garanție pentru cumpărător (furnizor de lichidități) în contractul repo. Darea cu împrumut de titluri de valoare, a doua cea mai mare categorie de operațiuni de finanțare prin instrumente financiare, este determinată în principal de cererea pieței pentru anumite titluri de valoare, de exemplu pentru vânzarea în lipsă sau în scopul decontării. În acest tip de tranzacție, o contraparte dă cu împrumut titluri de valoare pentru o taxă pe baza unor garanții reale sub formă de numerar sau de alte titluri de valoare oferite de o altă contraparte.

SFT-urile permit participanților pe piața bancară și nebancară să acceseze finanțarea garantată/creditarea pe termen scurt, creând astfel oportunități de investiții și de finanțare cu risc scăzut. În consecință, operațiunile de finanțare prin instrumente financiare sunt parte integrantă a ecosistemului financiar actual. Piețele operațiunilor de finanțare prin instrumente financiare care funcționează bine sunt esențiale pentru transferul de numerar și de titluri de valoare între participanții pe piață, și anume instituțiile financiare și nefinanciare. De asemenea, acestea sprijină formarea prețurilor și a lichidității pe piața secundară pentru o varietate de titluri de valoare și facilitează punerea în aplicare a strategiilor de gestionare a riscurilor și de administrare a garanțiilor reale¹. În plus, piețele repo, în special, au un rol esențial în operațiunile de politică monetară ale băncilor centrale europene. Cu toate acestea, operațiunile de finanțare prin instrumente financiare pot permite acumularea efectului de levier și a prociclicității, astfel cum s-a văzut pe parcursul apariției crizei financiare din 2007-2008. Operațiunile de finanțare prin instrumente financiare facilitează, de asemenea,

¹ Consiliul pentru Stabilitate Financiară (CSF), Consolidarea supravegherii și a reglementării sistemului bancar paralel, 29 august 2013 http://www.fsb.org/2013/08/r_130829c/

interconectarea dintre diferitele tipuri de participanți de pe piață și, prin urmare, pot mări riscul de contagiune financiară.

La nivel global, Consiliul pentru Stabilitate Financiară (CSF) este responsabil cu identificarea unor astfel de riscuri și elaborarea de recomandări pentru abordarea acestora într-o manieră coordonată la nivel internațional. În august 2013, CSF a adoptat un cadru de politică² pentru abordarea riscurilor aferente sistemului bancar paralel în ceea ce privește operațiunile repo și de dare cu împrumut de titluri de valoare. Cadrul cuprinde un set de recomandări de politici și a fost aprobat de liderii G20 în septembrie 2013. O serie de recomandări din acest cadru vizează îmbunătățirea transparenței piețelor operațiunilor de finanțare prin instrumente financiare, printr-o raportare frecventă și detaliată privind reglementările. Regulamentul privind transparența operațiunilor de finanțare prin instrumente financiare răspunde acestor recomandări la nivelul UE.

În noiembrie 2015, CSF a extins recomandările sale în materie de politici³ cu un cadru de reglementare pentru așa-numitele marje de ajustare aplicate operațiunilor de finanțare prin instrumente financiare care nu sunt compensate la nivel central. O marjă de ajustare este o reducere care se aplică la valoarea garanțiilor furnizate, pentru a ține seama de riscul de piață. Marjele de ajustare vizează prevenirea îndatorării excesive, precum și atenuarea concentrării riscurilor și a riscului de credit.

2. SCOPUL RAPORTULUI ȘI CONTRIBUȚIA PĂRȚILOR INTERESATE

În conformitate cu articolul 29 alineatul (3) din Regulamentul privind transparența operațiunilor de finanțare prin instrumente financiare, Comisia trebuie să prezinte un raport privind „progresul înregistrat în eforturile internaționale de a atenua riscurile asociate SFT, inclusiv recomandările CSF privind marjele de ajustare aplicabile SFT care nu sunt compensate la nivel central, precum și caracterul adecvat al respectivelor recomandări pentru piețele din Uniune”.

Pentru a plasa recomandările CSF în context și pentru a răspunde unui angajament asumat de Comisia Europeană în Comunicarea sa privind cererea de contribuții⁴, prezentul raport va furniza, de asemenea, o scurtă evaluare a piețelor europene ale operațiunilor de finanțare prin instrumente financiare.

Astfel cum se prevede în SFTR, Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe (ESMA)⁵ a prezentat un raport, în cooperare cu Autoritatea Bancară Europeană (ABE) și Comitetul european pentru risc sistemic (CERS), evaluând:

² Ibidem.

³ Consiliul pentru Stabilitate Financiară, Transformarea sistemului bancar paralel în finanțe bazate pe piețe reziliente, 12 noiembrie 2015 <http://www.fsb.org/2015/11/regulatory-framework-for-haircuts-on-non-centrally-cleared-securities-financing-transactions-2/>

⁴ COM(2016) 855 final.

⁵ ESMA, Raport privind operațiunile de finanțare prin instrumente financiare și efectul de levier în UE, 4 octombrie 2016 <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-reports-shadow-banking-leverage-and-pro-cyclicality>

- dacă utilizarea SFT-urilor are ca rezultat o creștere semnificativă a gradului de îndatorare care nu este abordată de reglementările existente;
- dacă este cazul, opțiunile disponibile pentru abordarea unei astfel de creșteri;
- dacă sunt necesare măsuri suplimentare pentru reducerea prociclicității respectivei îndatorări.

În plus, o serie de alte documente de politică și de contribuții au fost luate în considerare în elaborarea prezentului raport, în special documentele CSF menționate anterior, precum și rapoartele din partea CERS⁶⁷ și a Băncii Reglementelor Internaționale (BIS)⁸.

3. PIEȚELE OPERAȚIUNILOR DE FINANȚARE PRIN INSTRUMENTE FINANCIARE

3.1. MODUL DE FUNCȚIONARE AL PIEȚELOR SFT-URILOR EUROPENE

Piețele operațiunilor de finanțare prin instrumente financiare joacă un rol esențial în sistemul financiar actual, sprijinind participanții la piață și nevoile lor de finanțare garantată și de colateralizare. Operațiunile repo sunt deosebit de importante pentru funcționarea piețelor interbancare, oferind o alternativă la împrumuturile interbancare negarantate și la depozitele la termen, pentru a acoperi rezervele minime obligatorii și pentru a gestiona nevoile de lichidități.

Importanța atenuării riscului de contraparte a crescut de la criza financiară, ceea ce a condus la creșterea cererii de garanții de către participanții la piață. Prin urmare, s-a produs o trecere bruscă de la piețele de creditare negarantate la cele garantate. Cifra de afaceri a pieței de creditare garantată a fost de 10 ori mai mare decât cea a împrumuturilor negarantate în 2015, în comparație cu un coeficient de 1,6 în 2008⁹. În ceea ce privește volumul pieței, sumele restante pe piețele repo europene au fost de 5,6 miliarde EUR, reprezentând aproximativ 13 % din totalul activelor băncilor din UE sau 25 % din obligațiunile și acțiunile cotate în euro în circulație¹⁰.

Repo contribuie nu numai la obținerea unei finanțări securizate. Investitorii instituționali și contrapărțile nefinanciare folosesc piețele repo pentru a stoca numerar și a câștiga dobândă. În plus, băncile și participanții la piața nebancaară încearcă adesea să obțină titluri de valoare care pot fi utilizate ca garanții pentru a susține tranzacțiile financiare în afara debitării/creditării în numerar. Acest lucru poate fi obținut prin intermediul unor acorduri reverse repo, care implică vânzarea și revânzarea reală a activelor financiare sau a tranzacțiilor de împrumut de titluri de valoare, o altă categorie importantă de operațiuni de finanțare prin instrumente financiare.

⁶ CERS, Avizul către ESMA privind operațiunile de finanțare prin instrumente financiare și efectul de levier, 4 octombrie 2016 https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/20161004_esrbopinion.en.pdf?

⁷ CERS, Utilizarea macroprudențială a marjelor de risc și a marjelor de ajustare, 16 februarie 2017 https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/170216_macroprudential_use_of_margins_and_haircuts.en.pdf?8115a0e7c89b631df250abdcf9ad008a

⁸ BIS, Documentul CGFS nr. 59 Modul de funcționare al pieței repo, 12 aprilie 2017 <https://www.bis.org/publ/cgfs59.pdf>

⁹ BCE Sondajul pieței monetare https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/money_market/html/index.en.html

¹⁰ ICMA Sondajul pieței <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Market-Info/Repo-Market-Surveys/No.-32-December-2016/RepoSurvey-140217.pdf>

Operațiunile de finanțare prin instrumente financiare sunt folosite de mult timp ca sursă de titluri de valoare, de exemplu pentru a desfășura vânzări în lipsă. Creșterea gradului de colateralizare a tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate extrabursiere (OTC), inclusiv trecerea către compensarea contrapartidei centrale (CCP), a determinat și mai mult utilizarea contractelor cu instrumente financiare derivate extrabursiere în strânsă legătură de disponibilitatea garanțiilor. Participanții la piață care se implică în tranzacții cu instrumente financiare derivate extrabursiere vor executa silit adesea titlurile de valoare cu scopul a obține numerar pentru a-și îndeplini cerințele de marjă, în timp ce contrapărțile centrale pot face uz de acordurile reverse repo pentru stocarea garanțiilor în numerar, ceea ce conduce la o cerere suplimentară din ambele părți ale pieței repo.

Recent, au fost observate schimbări semnificative în ceea ce privește piețele repo. Cererea de titluri de valoare folosite ca garanții a crescut în mod semnificativ, în timp ce, potrivit părților interesate, oferta de garanții de înaltă calitate s-a micșorat, cel puțin în anumite perioade. Acest lucru a devenit evident în cazul sumelor restante mai mari ale acordurilor reverse repo decât în cazul acordurilor repo obișnuite și, în special în primele mai mari pentru garanțiile speciale¹¹.

Criza datoriilor suverane se poate să fi afectat oferta de active din cauza deteriorării creditării anumitor obligațiuni de stat, pe care participanții pe piață nu le mai consideră drept garanții de înaltă calitate. Participanții la piață recunosc, de asemenea, că programul de achiziții de active al SEBC, în special de obligațiuni guvernamentale, contribuie la deficitul de garanții de înaltă calitate și la costul redus al finanțării în EUR în raport cu finanțarea în USD. Acestea din urmă pot avea un efect în mod indirect asupra cererii de titluri de valoare, făcând ca schimbul de USD pentru EUR să fie profitabil și investind încasările în active cotate în EUR. Contează, de asemenea, poziția pieței la un anumit moment dat: o creștere a pozițiilor scurte mărește, de asemenea, cererea de titluri de valoare.

În plus, părțile interesate susțin că, pe lângă politica macroeconomică, este posibil ca regulamentul să aibă un impact și asupra activității pe piețele colaterale. Dincolo de cerințele de compensare centralizată care au condus la o creștere generală a cererii de garanții, s-a remarcat frecvent de către participanții la piață că Acordul Basel III transformă și remodelează structura și dinamica piețelor repo. Indicatorul efectului de levier, cerințele de capital de risc, indicatorul de acoperire a necesarului de lichiditate și indicatorul de finanțare stabilă netă sunt considerate a avea un impact cumulat asupra lichidității pe piețele repo. Se consideră că fiecare dintre aceste componente impun restricții asupra activităților repo sau măresc costul acestora.

Semnele existenței tensiunilor pe piețele repo au devenit evidente recent, în special în jurul datelor de raportare de reglementare: unele instituții financiare au redus temporar sau s-au retras din activitatea pe piețele repo la sfârșitul anului 2016 și într-o măsură mai limitată la sfârșitul trimestrelor. În unele cazuri, deficitul ofertei de garanții de înaltă calitate, deși anticipate de către participanții la piață, au fost atât de pronunțate încât au condus la creșteri semnificative ale primei privind garanțiile limitate la anumite date specifice. Este dificil de

¹¹ Ibidem.

stabilit dacă acest lucru a avut un impact asupra prețurilor pe piețele de obligațiuni la scară largă și asupra lichidității, în măsura în care, până în prezent, se pare că efectul a fost foarte limitat și cu durată scurtă de viață.

3.2. EFECTUL DE LEVIER ȘI OPȚIUNILE DE ABORDARE A ACUMULĂRII ACESTUIA

Prin facilitarea creșterii creditului, SFT-urile creează un efect de levier¹² dincolo de sistemul bancar prin intermediul reglementării sale prudențiale. În plus, reinvestirea garanțiilor în numerar și reutilizarea garanțiilor nemonetare le-ar putea permite participanților de pe piață să-și influențeze recursiv pozițiile¹³. În unele situații, acest lucru ar putea conduce la acumularea de îndatorări excesive care, la rândul lor, ar putea reprezenta un risc pentru stabilitatea financiară, în special datorită efectelor prociclice implicite: În general, efectul de levier contribuie la creșterea bilanțului în timpul fazelor economice puternice și la reducerea presiunii gradului de îndatorare în timpul perioadelor de scădere a economiei¹⁴.

Contribuția specifică a operațiunilor de finanțare prin instrumente financiare la constituirea efectului de levier este dificil de evaluat din cauza lipsei datelor detaliate (de exemplu, volumul tranzacțiilor de creditare în marjă, datele privind reinvestirea și reutilizarea garanțiilor) și a posibilelor scopuri diferite pentru care sunt întreprinse operațiunile de finanțare prin instrumente financiare. Obligația de raportare la nivel de tranzacție introdusă odată cu SFTR va oferi autorităților posibilitatea de a genera aceste date în viitor și de a analiza mai bine implicațiile SFT-urilor în ceea ce privește crearea efectului de levier.

În ceea ce privește abordarea acumulării îndatorărilor, trebuie mai întâi remarcată existența unor grade diferite de îndatorare. De exemplu, diferențele dintre efectul de levier brut și cel net sunt relevante pentru a înțelege implicațiile efectului de levier pentru stabilitatea financiară. În prezent, se depun eforturi în acest domeniu pentru a elabora grade compatibile de îndatorare la nivelul jurisdicțiilor și al sectoarelor¹⁵.

O serie de elemente din cadrul de reglementare al serviciilor financiare al UE urmăresc să limiteze efectul de levier și prociclicitatea. Acest lucru se aplică în special în sectorul bancar reglementat de cadrul general Basel III¹⁶, chiar dacă unele dintre măsurile prevăzute în acest cadru au fost introduse recent și nu sunt încă puse în aplicare în totalitate. Anumite măsuri și cerințe care au obiectivul de a aborda efectul de levier se aplică, de asemenea, societăților de asigurări, contrapărților centrale (CPC) și fondurilor de investiții. În prezent, nu există

¹² Efectul de levier se referă la utilizarea fondurilor împrumutate pentru achiziționarea de active.

¹³ CERS (2016), p.5

¹⁴ ESMA (2016), p.48

¹⁵ ESMA (2016), p. 49.

¹⁶ ESMA (2016), p. 25, menționează o serie de instrumente puse în aplicare în temeiul cadrului general Basel III prin Directiva privind cerințele de capital [Directiva (UE) nr. 2013/36 – CRD] și Regulamentul privind cerințele de capital [Regulamentul (UE) nr. 2013/575 – CRR]. Aceste măsuri includ cerințe superioare pentru absorbția pierderilor și pentru capitalul de înaltă calitate, cerințe mai stricte de capital pentru expunerile la riscul de credit al contrapărții rezultate din instrumentele financiare derivate și din operațiunile de finanțare prin instrumente financiare, introducerea indicatorului efectului de levier (LR), a indicatorului de acoperire a necesarului de lichiditate (LCR) și a indicatorului de finanțare stabilă netă (NSFR) și un sistem de gestionare a riscurilor, o guvernanta și structuri de compensare superioare.

instrumente la nivelul UE care să vizeze reducerea acumulării efectului de levier în toate sectoarele financiare.

Dincolo de măsurile sectoriale menționate anterior, marjele și marjele de ajustare pot fi, în contextul specific al operațiunilor de finanțare prin instrumente financiare, instrumente adecvate pentru a limita acumularea efectului de levier, în special în ceea ce privește aplicarea recursivă a efectului de levier. CSF a emis recomandări cu privire la marjele de ajustare ale garanțiilor, care sunt prezentate mai detaliat mai jos în raport (a se vedea 4.6).

Dacă stabilirea marjelor de ajustare poate limita acumularea efectului de levier, practica în sine poate genera efecte prociclice. În perioadele de creștere, participanții la piață pot scădea nivelurile marjelor de ajustare, întrucât se așteaptă ca riscul de lichidare a garanțiilor să scadă. În perioadele de recesiune, participanții la piață ar putea avea tendința de a majora marjele de ajustare pentru a ține cont de volatilitatea prevăzută în cazul lichidării garanțiilor¹⁷. Cu toate acestea, în stadiul actual, nu există dovezi clare cu privire la modul și la gradul în care aceste mișcări ale marjelor de ajustare afectează prețurile activelor, efectul de levier și ciclurile financiare¹⁸.

4. EFORTURILE INTERNAȚIONALE DE DIMINUARE A RISCURILOR OPERAȚIUNILOR DE FINANȚARE PRIN INSTRUMENTE FINANCIARE

4.1. CONTEXT

În august 2013¹⁹ și noiembrie 2015²⁰, CSF a publicat rapoarte care conțin recomandări pentru abordarea riscurilor de stabilitate financiară în legătură cu operațiunile de finanțare prin instrumente financiare. Aceste recomandări vizează în general:

- îmbunătățirea piețelor de finanțare prin instrumente financiare prin raportări și prezentări de informații frecvente și detaliate privind reglementările;
- introducerea standardelor de reglementare pentru reinvestirea garanțiilor în numerar;
- introducerea principiilor de reipotecare a activelor clienților;
- introducerea standardelor de reglementare pentru evaluarea/gestionarea garanțiilor și
- introducerea unor standarde calitative pentru metodologiile de calcul al marjelor de ajustare ale garanțiilor și punerea în aplicare a unui cadru general pentru pragurile numerice ale marjelor de ajustare.

Următoarele secțiuni descriu succint recomandările și evaluează stadiul de punere în aplicare a acestora atât la nivelul UE, cât și la nivel internațional. Acolo unde este cazul, sunt sugerate posibile căi de urmat.

¹⁷ CERS (2016), p.10

¹⁸ CERS (2017), p.35

¹⁹ CSF (2013)

²⁰ CSF (2015)

4.2. TRANSPARENȚA PIEȚELOR SFT (RECOMANDĂRILE 1-5 ALE CSF)

Autorităților ar trebui să li se permită să obțină în timp util și în mod cuprinzător informațiile cu privire la expunerile de tip SFT între instituțiile financiare, inclusiv cu privire la compoziția și evoluția garanțiilor suport. În acest scop, datele privind nivelul și poziția comerțului SFT ar trebui să fie colectate frecvent și la un nivel ridicat în ceea ce privește detalierea. Consecvența procesului de colectare a datelor prin definirea și aplicarea standardelor ar trebui să permită agregarea regională și globală a datelor colectate. În final, dat fiind faptul că operațiunile de finanțare prin instrumente financiare sunt utilizate în mod extensiv de către fondurile de investiții, administratorii unor asemenea fonduri ar trebui să aibă obligația de a raporta informațiile corespunzătoare privind activitățile SFT către investitorii lor finali.

SFTR, aprobat în noiembrie 2015, răspunde acestor recomandări. Acesta prezintă trei elemente principale:

- cerințe adresate contrapărților SFT-urilor de a raporta toate SFT-urile către registrele centrale de tranzacții;
- cerințe adresate fondurilor de investiții de a prezenta investitorilor informații privind utilizarea SFT-urilor în rapoartele lor periodice și în documentele precontractuale;
- condiții minime de transparență pentru reutilizarea garanțiilor primite printr-o SFT, cum ar fi prezentarea de informații privind riscurile și consecințele rezultate, precum și acordul prealabil al contrapărții care furnizează garanțiile (se referă la recomandarea 7 a CSF privind reipotecarea, a se vedea 4.4).

SFTR abordează în întregime recomandările CSF privind transparența. Datele privind poziția și nivelurile comerciale care trebuie raportate în temeiul SFTR sunt, de asemenea, conforme cu cerințele CSF. Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe (ESMA), responsabilă de elaborarea standardelor tehnice pentru punerea în aplicare a SFTR, a avut în vedere activitatea CSF și a inclus elementele de date necesare în cadrul de raportare propus. Comisia Europeană și ESMA continuă să coopereze îndeaproape cu CSF, iar activitatea CSF este luată în considerare în finalizarea actuală a măsurilor de punere în aplicare a SFTR. Se preconizează că raportarea efectivă va începe în 2019. Comisia Europeană va evalua eficacitatea SFTR, la doi ani după începerea raportării.

4.3. REINVESTIREA GARANȚIILOR ÎN NUMERAR (RECOMANDAREA 6 A CSF)

Autoritățile responsabile de entitățile nebankare care se angajează în împrumuturi de titluri de valoare (principalii creditori și agențiile de împrumut) ar trebui să pună în aplicare regimuri de reglementare în jurisdicțiile lor care să respecte standardele minime ale CSF privind reinvestirea garanțiilor în numerar, pentru a reduce riscurile de lichiditate generate de astfel de activități. Standardele minime cuprind principii și măsuri de nivel înalt care abordează riscul de lichiditate, transformarea scadenței, precum și riscul de concentrare și credit.

În august 2014, ESMA a adoptat *Orientările privind OPCVM-urile de tip ETF și alte aspecte legate de OPCVM-uri (organism de plasament colectiv în valori mobiliare)*²¹ care prevăd norme privind reinvestirea garanțiilor în numerar de către administratorii de active ale OPCVM-urilor care desfășoară tranzacții de împrumut de titluri de valoare. Normele abordează lichiditatea, evaluarea, diversificarea, eligibilitatea, corelarea și alte criterii pentru garanțiile în numerar reinvestite. Deși orientările nu sunt obligatorii, autoritățile competente și participanții pe piețele financiare trebuie să depună toate eforturile pentru a se conforma acelor orientări și recomandări sau să explice de ce nu intenționează să le respecte.

Mai mult, Regulamentul UE privind fondurile de piață monetară (FPM)²² interzice în mod expres ca aceste fonduri să încheie acorduri de împrumut de titluri de valoare.

4.4. REIPOTECAREA²³ ACTIVELOR CLIENȚILOR (RECOMANDĂRILE 7 ȘI 8 ALE CSF)

CSF a prezentat mai multe recomandări în legătură cu reipotecarea activelor clienților. În primul rând, intermediarii financiari ar trebui să prezinte clienților suficiente informații în legătură cu reipotecarea activelor lor, astfel încât clienții să poată înțelege expunerile lor în eventualitatea unui eșec al intermediarului financiar. În al doilea rând, activele clienților pot fi reipotecate de către un intermediar în scopul finanțării unor poziții lungi ale clienților și în scopul acoperirii pozițiilor scurte, însă acestea nu ar trebui să fie reipotecate în scopul finanțării activităților pe cont propriu ale intermediarului. În al treilea rând, numai entitățile care fac obiectul unei reglementări adecvate a riscului de lichiditate ar trebui să aibă posibilitatea de a se angaja în reipotecarea activelor clienților.

În ceea ce privește prezentarea de informații către clienți, articolul 15 din SFTR prevede că dreptul de reutilizare a garanției este condiționat de informarea furnizorului de garanții cu privire la riscurile și consecințele care ar putea fi implicate în acordarea dreptului de utilizare a garanției. În plus, dreptul de reutilizare a garanției este sub incidența acordului expres prealabil oferit de furnizorul de garanții.

În ceea ce privește utilizarea activelor clienților pentru activități pe cont propriu, MiFID I²⁴ prevede că firmele de investiții și instituțiile de credit trebuie să protejeze drepturile de proprietate ale clienților și să împiedice utilizarea unui instrument al clientului în cont propriu, cu excepția consimțământului expres al clientului. Aceste cerințe vor fi consolidate în continuare începând cu luna ianuarie a anului 2018, în conformitate cu MiFID II²⁵, care interzice încheierea de contracte de garanție financiară cu transfer de proprietate (TTCA) cu clienții retail și impune condiții pentru încheierea TTCA-urilor cu clienții profesioniști, evidențiind în special riscurile implicate și efectul asupra instrumentelor financiare ale clientului și asupra fondurilor clientului. În final, în ceea ce privește OPCVM-urile, Orientările publicate de ESMA privind OPCVM-urile de tip ETF și alte aspecte legate de

²¹ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2014-0011-01-00_en_0.pdf

²² Regulamentul (UE) 2017/1131 din 14 iunie 2017.

²³ În terminologia CSF, „reutilizarea” este definită ca fiind orice utilizare a titlurilor de valoare livrate într-o singură tranzacție pentru a garanta o altă tranzacție. „Reipotecarea” este definită într-un sens mai restrâns ca fiind reutilizarea activelor clientului.

²⁴ Directiva 2004/39/CE privind piețele instrumentelor financiare din 21 aprilie 2004.

²⁵ Directiva 2014/65/UE din 15 mai 2014.

OPCVM-uri și Regulamentul privind FPM prevăd că garanțiile primite care nu sunt în numerar nu ar trebui vândute, reinvestite sau ipotecate.

Instituțiile financiare (de exemplu, firmele de investiții și instituțiile de credit) care au permis reipotecarea activelor clienților în condițiile descrise mai sus sunt, în orice caz, supuse reglementării riscului de lichiditate în conformitate cu cadrul general al cerințelor de capital ale UE.

4.5. EVALUAREA ȘI GESTIONAREA GARANȚIILOR (RECOMANDAREA 9 A CSF)

Contrapărțile operațiunilor de finanțare prin instrumente financiare care primesc garanții ar trebui să accepte doar acele tipuri de garanții care - în urma unui eșec privind riscul de contraparte - sunt capabile să rețină pentru o perioadă valoarea fără încălcarea legilor sau a reglementărilor și sunt capabile să gestioneze riscul în mod corespunzător. De asemenea, acestea ar trebui să dispună de planuri pentru situații neprevăzute în cazul unui eșec al celor mai mari contrapărți ale lor de pe piață, inclusiv în momentele de stres al pieții.

Garanțiile și titlurile de valoare împrumutate ar trebui să fie înregistrate pe piață cel puțin zilnic, iar marja de variație să fie colectată cel puțin zilnic, în cazul în care sumele depășesc un prag minim acceptabil.

Au fost introduse standarde minime de reglementare pentru evaluarea și gestionarea garanțiilor pentru OPCVM-uri și FPM, pentru anumite instituții de credit și firme de investiții, precum și pentru companii de asigurări și fonduri de pensii ocupaționale.

În cazul OPCVM-urilor, normele privind gestionarea garanțiilor sunt stabilite în Orientările privind OPCVM-urile de tip ETF și alte aspecte legate de OPCVM-uri. Garanțiile primite ar trebui să fie extrem de lichide și să fie tranzacționate pe piețe reglementate sau în sisteme multilaterale de tranzacționare cu prețuri transparente, astfel încât să poată fi vândute rapid. Acestea ar trebui să fie evaluate cel puțin zilnic, iar activele cu volatilitate ridicată a prețurilor nu ar trebui să fie acceptate decât dacă se aplică marje de ajustare conservatoare în mod corespunzător. În plus, Regulamentul FPM prevede norme mai stricte privind gestionarea garanțiilor, în special datorită naturii specifice a FPM. Comisia Europeană este împuternicită să aprobe acte delegate care să specifice cerințele privind lichiditatea cantitativă și calitativă și calitatea creditului aplicabilă în cazul garanțiilor primite.

Pentru instituțiile de credit și firmele de investiții care utilizează metode ale modelului intern pentru a calcula cerința de capital minim pentru operațiunile de finanțare prin instrumente financiare, cadrul UE privind cerințele de capital prevede înființarea unei unități de gestionare a garanțiilor. MIFID II impune firmelor de investiții și instituțiilor de credit să (i) garanteze tuturor clienților că debitorul instrumentelor financiare ale clientului furnizează garanția adecvată și să (ii) monitorizeze adecvarea continuă a garanțiilor și să ia măsurile necesare pentru menținerea echilibrului cu valoarea instrumentelor clientului.

Pentru întreprinderile de asigurare și de reasigurare, Directiva Solvabilitate II²⁶ a introdus principiul „persoanei prudente”, ceea ce înseamnă că întreprinderile de asigurare investesc doar în active și instrumente ale căror riscuri pot fi identificate, măsurate, monitorizate și controlate de acestea în mod corespunzător. Asiguratorii se pot implica în operațiuni de finanțare cu instrumente financiare dacă principiul persoanei prudente este îndeplinit. În acest caz, garanțiile trebuie evaluate în conformitate cu Directiva Solvabilitate II și cu actul delegat al acesteia. În ceea ce privește fondurile de pensii ocupaționale, un principiu similar celui al „persoanei prudente” este inclus în Directiva IORP2²⁷. În plus, este stabilit un sistem adecvat de gestionare a riscurilor pentru a echilibra libertatea de investiție. În ceea ce îi privește pe asigurători, dacă principiul persoanei prudente este îndeplinit, fondurile de pensii se pot implica în SFT-uri.

4.6. MARJELE DE AJUSTARE ALE GARANȚIILOR (RECOMANDĂRILE 12-18 ALE CSF)

Cadrul general CSF privind marjele de ajustare recomandă o abordare din două perspective:

1. cea a standardelor calitative pentru metodologiile utilizate de participanții la piață pentru calcularea marjelor de ajustare a garanțiilor și
2. cea a pragurilor numerice ale marjelor de ajustare ale operațiunilor de finanțare prin instrumente financiare care nu sunt compensate la nivel central, în cadrul cărora, în conformitate cu tabelul de mai jos, se furnizează instituțiilor financiare nebancare finanțări contra unor garanții, altele decât datoriile suverane.

Praguri numerice ale marjelor de ajustare pentru tranzacțiile de instrumente financiare contra numerar

Scadența reziduală a garanțiilor	Nivelurile marjelor de ajustare	
	Întreprinderi emitente corporative și alte întreprinderi emitente	Produse securitizate
titluri de creanță cu vechime ≤ 1 an, și rate variabile ale dobânzii (FRN-uri)	0,5 %	1 %
titluri de creanță cu vechime > 1 an, ≤ 5 ani	1,5 %	4
titluri de creanță cu vechime > 5 ani, ≤ 10 ani	3 %	6 %
titluri de creanță cu vechime > 10 ani	4 %	7
Index al principalelor titluri de capital	6 %	
Alte active care intră sub incidența cadrului general	10 %	

Sursa: Cadrul general de reglementare al CSF pentru marjele de ajustare ale operațiunilor de finanțare prin instrumente financiare care nu sunt compensate la nivel central

²⁶ Directiva 2009/138/CE din 25 noiembrie 2009.

²⁷ Directiva (UE) 2016/2341 din 14 decembrie 2016.

Recomandări privind metodologia

Standardele minime pentru metodologia utilizată pentru a calcula marjele de ajustare completează reglementarea existentă a efectului de levier bazată pe entitate (pentru instituțiile de credit și firmele de investiții) și abordează în mod special prociclicitatea. În particular, domeniul de aplicare a acestei recomandări este cuprinzător și vizează toți participanții la piață care primesc garanții atunci când furnizează finanțare prin instrumente financiare.

În prezent, nu există astfel de standarde aplicabile tuturor participanților la piață din UE. Cu toate acestea, Orientările ESMA privind OPCVM-urile de tip ETF și alte aspecte legate de OPCVM-uri conțin astfel de standarde pentru OPCVM-uri. În mod cu totul specific, OPCVM-ul ar trebui să aibă o politică clară de marje de ajustare pentru fiecare clasă de active primite drept garanție, ținând cont de caracteristicile activelor, cum ar fi creditul, volatilitatea și rezultatul testelor periodice de rezistență.

Recomandări privind pragurile numerice minime ale marjelor de ajustare

Pragurile numerice ale marjelor de ajustare urmăresc să abordeze acumularea efectului de levier la nivelul întregului sistem aflat în afara sistemului bancar. Domeniul de aplicare a recomandării privind pragurile numerice ale marjelor de ajustare este mai restrâns (și anume, operațiunile de finanțare prin instrumente financiare care nu sunt compensate la nivel central în care finanțarea împotriva altor garanții decât datoriile suverane este acordată instituțiilor financiare nebankare) decât cel al recomandării privind metodologia de calculare a marjelor de ajustare. Recomandările privind pragurile marjelor de ajustare sunt complementare cadrului general Basel III și se aplică operațiunilor de finanțare prin instrumente financiare de la o bancă către o instituție financiară nebankară și de la o instituție financiară nebankară către o instituție financiară nebankară. Finanțarea prin instrumente financiare primite de bănci și de firmele de investiții care fac obiectul unei reglementări adecvate privind capitalul și lichiditatea pe o bază consolidată (SFT-uri de la bancă la bancă) este exclusă din domeniul de aplicare a pragurilor numerice ale marjelor de ajustare, întrucât CSF consideră că aplicarea pragurilor marjelor de ajustare la aceste tranzacții poate conduce la duplicarea cerințelor existente. Recomandările CSF prevăd că pragurile numerice ale marjelor de ajustare pentru SFT-urile de la o bancă către o instituție financiară nebankară ar trebui mai întâi să fie încorporate în cadrul general Basel III. Autoritățile ar trebui ulterior să pună în aplicare acest cadru general, solicitând participanților de pe piață să efectueze tranzacții peste nivelul pragurilor marjelor de ajustare. Cadrul general ar putea fi pus în aplicare fie prin intermediul unei reglementări bazate pe entitate (și anume, pe baza cadrului general Basel III), fie prin reglementarea pieței, cuprinzând un set mai cuprinzător de entități care ar putea oferi finanțare prin instrumente financiare unor instituții financiare nebankare, fie prin combinarea acestor metode.

În prezent, nu există cerințe de reglementare la nivelul UE în ceea ce privește pragurile numerice ale marjelor de ajustare pentru operațiunile de finanțare prin instrumente financiare de la o bancă/instituție financiară nebankară către o instituție financiară nebankară în cadrul recomandărilor CSF.

Căi de urmat privind recomandările legate de marjele de ajustare

Există o serie de argumente importante atunci când se ia în considerare o potențială acțiune de reglementare a marjelor de ajustare.

În primul rând, în timp ce marjele de ajustare pot facilita limitarea efectului de levier, efectele lor asupra prociclicității nu sunt în întregime clarificate (astfel cum este descris în 3.1) și pot depinde de punerea lor în aplicare (de exemplu, pragurile statice vs. pragurile dinamice ale marjelor de ajustare). Procesul decizional privind posibile reguli calitative sau cantitative privind marjele de ajustare ar beneficia de o înțelegere mai bună a relației reciproce dintre marjele de ajustare și prociclicitate. În al doilea rând, discuțiile dintre ESMA și participanții la piață, precum și datele dezvăluite în acest context sugerează că marjele de ajustare aplicate efectiv de către participanții la piață tind să fie mai mari sau la nivelul pragurilor marjelor de ajustare recomandate de CSF, inclusiv în actualul mediu relativ benign al pieței. Prin urmare, nu este clar în ce măsură punerea în aplicare a recomandărilor CSF ar avea un impact în practică asupra pieței. În al treilea rând, SFT-urile din domeniul de aplicare a recomandării CSF privind pragurile numerice ale marjelor de ajustare reprezintă o parte limitată a pieței globale²⁸ și ar putea fi utilă reevaluarea sferei de acțiune posibile pe baza unor date cuprinzătoare. În al patrulea rând, încorporarea pragurilor numerice ale marjelor de ajustare pentru operațiunile de finanțare prin instrumente financiare de la o bancă către o instituție financiară nebanară în cadrul general Basel III, încorporare a cărei desfășurare a fost recomandată de CSF până la sfârșitul anului 2015 ca o condiție prealabilă pentru autoritățile care au introdus pragurile marjelor de ajustare, este încă amânată. În final, alte jurisdicții importante (de exemplu, SUA și Japonia) se află, de asemenea, în fazele de început ale evaluărilor și nu au luat încă o decizie cu privire la pragurile marjelor de ajustare.

Raportul ESMA menționat anterior susține acest raționament și oferă informații suplimentare privind mai multe dintre punctele expuse mai sus, în special în ceea ce privește pragurile numerice ale marjelor de ajustare²⁹. În concluzie, se pare că este benefic să se evalueze posibila introducere a standardelor calitative și a pragurilor numerice ale marjelor de ajustare pe baza unor date mai detaliate despre SFT-uri, date care vor fi disponibile odată cu intrarea în vigoare a obligațiilor complete de raportare în temeiul SFTR (conform planificării actuale, începând cu anul 2019).

5. CONCLUZII GENERALE

Într-o mare măsură, recomandările CSF privind operațiunile de finanțare prin instrumente financiare au fost abordate în UE prin adoptarea SFTR și a dispozițiilor specifice din legislația și orientările sectoriale privind serviciile financiare. Ca atare, o acțiune de reglementare suplimentară în acest stadiu nu este necesară.

²⁸ Estimările variază de la 8 % la 35 % din piața repo europeană și până la 25 % din piața de creditare a titlurilor de valoare din UE, potrivit ESMA (2016). Acestea sunt limitele superioare, având în vedere că estimările includ tranzacțiile de la o bancă către altă bancă.

²⁹ Un aviz al Comitetului european pentru risc sistemic (CERS) care constituie o contribuție la raportul ESMA adoptă o perspectivă mai conservatoare și recomandă punerea în aplicare a cadrului general al CSF privind pragurile numerice ale marjelor de ajustare înainte de a fi disponibile alte date. Acesta confirmă însă că există într-adevăr o lipsă generală de date și că sunt necesare analize empirice și conceptuale suplimentare.

Cu privire la standardele calitative intersectoriale pentru calcularea marjelor de ajustare și introducerea unor praguri numerice ale marjelor de ajustare, o evaluare a necesității și a domeniului de aplicare a unei eventuale acțiuni de reglementare în materie ar trebui să se bazeze pe date cuprinzătoare și detaliate privind piețele SFT, care vor fi disponibile odată ce obligația de raportare în temeiul SFTR va intra în vigoare. În plus, dinamica actuală a pieței (astfel cum este descrisă în secțiunea 3) accentuează necesitatea unui anumit grad de precauție și a dovezilor solide atunci când se au în vedere acțiuni de reglementare care implică cerințe cantitative. Progresele înregistrate la nivel internațional sunt comparabile cu cele ale UE (de exemplu, în faza de evaluare timpurie) și nicio altă regiune nu a luat o decizie în acest stadiu cu privire la acțiunile de reglementare privind pragurile marjelor de ajustare. Dacă este cazul, introducerea unor praguri numerice ale marjelor de ajustare ar trebui să se desfășoare în mod ideal într-o manieră coordonată la nivel global pentru a se evita compromiterea condițiilor de concurență echitabile sau a nu se dezavantaja, din punct de vedere concurențial, participanții pe piață care se află în jurisdicția „celui care face prima mișcare”.

Comisia Europeană va continua să monitorizeze cu atenție evoluția piețelor SFT și a sferei internaționale de reglementare. Comisia Europeană va reevalua valoarea adăugată a standardelor calitative și a pragurilor marjelor de ajustare pe baza unui raport care urmează să fie întocmit de ESMA după ce vor fi disponibile date complete privind SFT-urile.