



Bruxelles, 23.9.2020  
COM(2020) 574 final

## **RAPORT AL COMISIEI CĂTRE PARLAMENTUL EUROPEAN ȘI CONSILIU**

**în temeiul articolului 85 alineatul (2) din Regulamentul (UE) nr. 648/2012 al Parlamentului European și al Consiliului din 4 iulie 2012 privind instrumentele financiare derivate extrabursiere, contrapărțile centrale și registrele centrale de tranzacții, astfel cum a fost modificat prin Regulamentul (UE) nr. 834/2019, de evaluare a măsurii în care au fost dezvoltate soluții tehnice viabile pentru transferul de către sistemele de pensii a garanțiilor în numerar și a garanțiilor nemonetare ca marje de variație, precum și a necesității adoptării unor măsuri care să faciliteze respectivele soluții tehnice viabile**

## RAPORT AL COMISIEI CĂTRE PARLAMENTUL EUROPEAN ȘI CONSILIU

**în temeiul articolului 85 alineatul (2) din Regulamentul (UE) nr. 648/2012 al Parlamentului European și al Consiliului din 4 iulie 2012 privind instrumentele financiare derivate extrabursiere, contrapărțile centrale și registrele centrale de tranzacții, astfel cum a fost modificat prin Regulamentul (UE) nr. 834/2019, de evaluare a măsurii în care au fost dezvoltate soluții tehnice viabile pentru transferul de către sistemele de pensii a garanțiilor în numerar și a garanțiilor nemonetare ca marje de variație, precum și a necesității adoptării unor măsuri care să faciliteze respectivele soluții tehnice viabile**

### 1. INTRODUCERE

Regulamentul privind infrastructura pieței europene (EMIR)<sup>1</sup>, care a introdus în UE în 2012 reformele G20 privind contractele derivate extrabursiere (OTC), a acordat o exceptare temporară de la obligația de compensare centrală pentru entitățile care operează sisteme de pensii (SP) în legătură cu anumite tipuri de instrumente financiare derivate extrabursiere<sup>2</sup>.

În temeiul regulamentului, SP includ instituțiile pentru furnizarea de pensii ocupaționale (IORP), astfel cum sunt definite la articolul 6 litera (a) din Directiva 2003/41/CE, activitățile de furnizare de pensii ocupaționale ale instituțiilor care intră sub incidența articolului 3 din directiva respectivă, furnizarea de pensii ocupaționale de către întreprinderile de asigurare care intră sub incidența Directivei 2002/83/CE (cu condiția ca activele și pasivele asociate cu o astfel de activitate să fie separate de alte activități ale întreprinderii de asigurare), precum și orice altă entitate sau orice alt sistem autorizat și supravegheat, care funcționează la nivel național și al cărui scop principal este furnizarea de pensii.

Exceptarea temporară a fost acordată pentru a ține seama de caracteristicile specifice ale modelului de afaceri al unor astfel de entități și de impactul pe care compensarea obligatorie l-ar putea avea asupra pensiilor: după cum se reamintește în considerentul 26 din Regulamentul EMIR, entitățile care gestionează sisteme de pensii „își reduc de obicei la minimum valoarea alocată sub formă de numerar pentru a obține o eficiență și un randament maxime pentru deținătorii de polițe. Prin urmare, dacă li se solicită unor astfel de entități să compenseze la nivel central contractele derivate extrabursiere, acest lucru ar necesita renunțarea la o proporție semnificativă din activele lor în schimbul fondurilor bănești pentru a respecta cerințele de marjă actuale ale CPC”. Compensarea la nivel central a instrumentelor financiare derivate extrabursiere necesită sume de numerar adecvate disponibile pentru a îndeplini cerințele de marjă ale

<sup>1</sup> Regulamentul (UE) nr. 648/2012.

<sup>2</sup> Exceptarea se referă la contractele derivate extrabursiere care au efectul măsurabil în mod obiectiv de a reduce riscurile investițiilor direct legate de solvabilitatea financiară a sistemelor de pensii și la entitățile înființate în scopul despăgubirii membrilor unor astfel de sisteme de pensii în cazul unei situații de neîndeplinire a obligațiilor de plată și SP care întâmpină dificultăți în îndeplinirea cerințelor privind marjele de variație (articolul 89 din EMIR).

contrapărților centrale (CPC). După cum se recunoaște în cadrul EMIR, deținerea unor sume mari de numerar pentru a răspunde eventualelor apeluri în marjă ar putea avea un impact negativ asupra veniturilor la pensie ale pensionarilor.

Un studiu independent furnizat Comisiei de către Europe Economics și Bourse Consult în 2014 a estimat marja de variație potențială pe care fondurile de pensii ale UE ar putea fi obligate să o plătească în cazul unei variații de 1 % a ratelor. Deși studiul a acoperit și Regatul Unit, rezultatele calculate cu excluderea acestei țări au arătat că o astfel de sumă s-ar situa între 106 și 133 de miliarde de euro, crescând și mai mult în scenarii mai nefavorabile.

Mai recent, alte studii au fost efectuate de Eurosistem<sup>3</sup> și de banca centrală daneză<sup>4</sup>. Aceste studii sugerează că marja potențială de variație a fondurilor de pensii neerlandeze și daneze – care reprezintă aproximativ 52 % din activele financiare ale fondurilor de pensii din UE (excluzând Regatul Unit)<sup>5</sup> – în cadrul aceluiași scenariu nefavorabil (o variație de 1 % a ratelor) ar fi mai mică de 53 de miliarde EUR și, respectiv, 106 miliarde DKK (sau aproximativ 14 miliarde EUR), situându-se, prin urmare, la un nivel relativ inferior cifrelor corespunzătoare<sup>6</sup> din studiul independent menționat anterior. Pe baza soldurilor de numerar disponibile, deficitul de numerar agregat ar putea ajunge la 17 miliarde EUR pentru toate fondurile de pensii din zona euro<sup>7</sup>.

Evoluții similare la nivelul ratelor, costurilor și riscurilor nu ar fi specifice numai SP, ci ar avea un impact și asupra altor firme financiare care compensează la nivel central (de exemplu, fonduri de investiții, companii de asigurări), iar riscurile de neplată cauzate de lipsa unor garanții eligibile pot apărea și în cazul tranzacțiilor bilaterale cu instrumente financiare derivate, nu numai în domeniul compensării centrale. Cu toate acestea, după cum recunoaște ESMA în primul său raport pe această temă, SP par a fi mai limitate în capacitatea lor de a atenua aceste riscuri prin flexibilitate în strategiile de investiții, disponibilitatea unor investiții care să corespundă angajamentelor lor, accesul la surse de lichiditate, astfel cum se discută în secțiunile următoare.

Exceptarea temporară a fost menită să ofere timpul necesar pentru găsirea unei soluții tehnice adecvate, care ar permite SP să compenseze la nivel central prin CPC, evitând

---

<sup>3</sup> Banca Centrală Europeană, *Financial Stability Review*, mai 2020. Estimările pentru fondurile de pensii din Țările de Jos sunt cuprinse între 36 și 47 de miliarde de euro; întrucât fondurile de pensii din Țările de Jos dețin aproximativ 89 % din swap-urile pe rata dobânzii ale fondurilor de pensii din zona euro, se estimează că apelul în marjă pentru toate fondurile de pensii din zona euro este cuprins între 40 și 53 de miliarde de euro.

<sup>4</sup> Danmarks Nationalbank, „Pension companies will have large liquidity needs if interest rates rise”, noiembrie 2019.

<sup>5</sup> Conform conturilor zonei euro la sfârșitul anului 2019.

<sup>6</sup> Cifrele corespunzătoare s-au ridicat la aproximativ 60 de miliarde de euro și 27 de miliarde de euro pentru fondurile de pensii din Țările de Jos și, respectiv, din Danemarca.

<sup>7</sup> Estimările pentru deficitul de numerar al fondurilor de pensii din Țările de Jos se situează între 6 și 15 miliarde de euro. Întrucât fondurile de pensii din Țările de Jos dețin aproximativ 89 % din swap-urile pe rata dobânzii ale fondurilor de pensii din zona euro, deficitul de numerar pentru toate fondurile de pensii din zona euro ar putea fi de până la 17 miliarde EUR.

totodată un impact negativ semnificativ asupra veniturilor pensionarilor. În cadrul EMIR, activitatea SP de tranzacționare cu instrumente financiare derivate extrabursiere face deja – în limitele pragurilor relevante – obiectul cerințelor privind atenuarea riscului operațional și al cerințelor de marjă pentru tranzacțiile extrabursiere necompensate prevăzute la articolul 11, care au început să se aplice în 2017, printr-o introducere treptată<sup>8</sup>: aceste cerințe vizează să abordeze riscurile legate de instrumentele financiare derivate care nu sunt compensate la nivel central, oferind totodată stimulente pentru compensarea la nivel central. SP fac, de asemenea, obiectul obligațiilor de raportare prevăzute de EMIR.

Deși discuțiile cu SP și alte părți interesate confirmă faptul că SP doresc să compenseze tranzacțiile prin CPC și, într-adevăr, fac deja acest lucru în anumite cazuri, compensarea obligatorie a continuat să creeze dificultăți. Derogarea privind compensarea centrală a fost, prin urmare, prelungită de-a lungul anilor, deoarece nu a apărut nicio soluție tehnică viabilă. EMIR Refit, care a intrat în vigoare în iunie 2019, prelungește exceptarea până în iunie 2021, cu posibilitatea unor alte două prelungiri prin intermediul unor acte delegate ale Comisiei, de fiecare dată cu maximum un an. Cu toate acestea, obiectivul final al regulamentului rămâne compensarea centrală pentru SP cât mai curând posibil, având în vedere că evoluțiile actuale pe piață și în materie de reglementare ar trebui să le permită participanților pe piață să dezvolte soluții adecvate (EMIR, considerentul 30). CPC, membrii compensatori și SP au obligația de a depune toate eforturile pentru a contribui la dezvoltarea unor astfel de soluții.

Articolul 85 din EMIR Refit prevede obligația Comisiei de a pregăti rapoarte anuale până la prelungirea finală a exceptării, evaluând „dacă au fost dezvoltate soluții tehnice viabile pentru transferul de către sistemele de pensii a garanțiilor în numerar și a garanțiilor nemonetare ca marje de variație, precum și eventuala necesitate a unor măsuri care să faciliteze respectivele soluții tehnice viabile”.

Regulamentul stabilește, de asemenea, că ESMA, în cooperare cu ABE, EIOPA și CERS, prezintă Comisiei rapoarte anuale în care evaluează chestiunea respectivă. Comisia a primit primul raport al ESMA în aprilie 2020. Împreună cu raportul, ESMA a lansat o consultare publică pentru a colecta informații suplimentare de la părțile interesate și a transmite Comisiei un al doilea raport, mai cuprinzător, până în decembrie 2020. Prin urmare, raportul cuprinzător al ESMA nu este disponibil în timp util pentru a fi inclus în prezentul raport al Comisiei Europene.

Totodată, EMIR Refit a mandatat Comisia să înființeze un grup de experți care să includă reprezentanți ai părților interesate relevante, pentru a monitoriza eforturile acestora și a evalua progresele înregistrate în găsirea unor soluții tehnice viabile. Grupul de experți, care continuă activitatea predecesorului său (Grupul la nivel înalt privind fondurile de pensii din cadrul Comisiei), include reprezentanți ai CPC, membri compensatori, SP, bănci centrale și alte părți interesate relevante; acesta s-a reunit de două ori, în octombrie 2019 și aprilie 2020 (prin teleconferință) și va continua să se

---

<sup>8</sup> Regulamentul delegat (UE) 2016/2251 al Comisiei.

reunească la fiecare șase luni. Comisia continuă să se bazeze pe activitatea grupului pentru rapoartele sale către colegiuitori.

## **2. OBIECTIVUL RAPORTULUI**

Prin prezentul raport, Comisia își îndeplinește obligația prevăzută la articolul 85 din EMIR.

Prezentul raport ține seama în mod corespunzător de primul raport întocmit de ESMA, precum și de discuțiile care au avut loc în cadrul grupului de experți. După cum s-a explicat, rezultatele consultării publice lansate de ESMA vor fi incluse în cel de al doilea raport al Comisiei, care urmează să fie publicat anul viitor.

Prezentul raport oferă o analiză a principalelor aspecte identificate de părțile interesate în ceea ce privește compensarea centrală în cazul SP, precum și a soluțiilor explorate până în prezent. După cum s-a menționat, exceptarea SP de la compensarea centrală este în vigoare până în iunie 2021: având în vedere acest termen-limită, prezentul raport vizează transmiterea unor informații actualizate către Parlamentul European și Consiliu cu privire la progresele înregistrate în acest domeniu, inclusiv în vederea identificării aspectelor care trebuie explorate în continuare pentru a favoriza o soluție fezabilă și sustenabilă de compensare centrală.

## **3. PRINCIPALELE PROBLEME IDENTIFICATE**

### **3.1 Informații generale privind modelul de afaceri al SP și utilizarea instrumentelor financiare derivate**

SP europene, în special din unele state membre precum Țările de Jos și Danemarca, sunt participanți activi pe piața a instrumentelor financiare derivate extrabursiere. Acestea utilizează astfel de instrumente financiare derivate pentru a-și acoperi angajamentele împotriva unei serii de riscuri, printre care rata dobânzii și volatilitatea inflației, și, în cele din urmă, pentru a se proteja împotriva riscurilor legate de solvabilitatea financiară. Angajamentele fondurilor de pensii față de pensionarii actuali și cei viitori au scadențe îndelungate, care trebuie corelate cu active pe termen lung; astfel de active sunt, în general, obligațiuni de stat și corporative; cu toate acestea, acoperirea integrală a angajamentelor cu obligațiuni nu pare fezabilă pentru SP din UE, având în vedere disponibilitatea limitată a obligațiunilor cu caracteristicile corespunzătoare; în plus, instrumentele financiare derivate pot constitui un corespondent mai bun pentru angajamentele SP, deoarece swap-urile sunt adesea utilizate pentru a actualiza aceste angajamente în scopuri de evaluare. După cum a raportat ESMA, situația SP din UE în această privință este diferită de cea a fondurilor de pensii din SUA, care se bazează într-o măsură mai mare pe active pe termen lung, cum ar fi obligațiunile corporative și de stat, în scopul acoperirii riscurilor: fondurile de pensii din SUA tind să aibă o durată mai scurtă a angajamentelor comparativ cu SP din

UE, angajamentele lor sunt, de regulă, actualizate utilizând randamentele obligațiunilor corporative AA, iar piața obligațiunilor corporative din SUA este mai extinsă. Astfel, după cum recunoaște ESMA, SP par să aibă o nevoie structurală de implicare în tranzacții cu instrumente financiare derivate extrabursiere.

Portofoliul de instrumente financiare derivate al SP este, de regulă, amplu, pe termen lung și unidirecțional, poziția agregată a sectorului reprezentând, potrivit ESMA, un potențial risc sistemic.

În ceea ce privește tipurile de instrumente financiare derivate, SP utilizează extensiv swap-urile pe rata dobânzii pe termen lung: potrivit datelor din 2015 furnizate în temeiul EMIR de DTCC, aproximativ 20 % din swap-urile pe rata dobânzii cu cel puțin o contraparte în calitate de asigurător sau fond de pensii în UE aveau o scadență de 30 ani, comparativ cu o medie globală de sub 10 %<sup>9</sup>. Swap-urile pe rata dobânzii reprezintă clasa de instrumente financiare derivate care face obiectul obligației de compensare în temeiul EMIR. SP își tranzacționează instrumentele financiare derivate în mod bilateral sau le compensează la nivel central prin CPC, în general, în calitate de clienți ai membrilor compensatori.

Trebuie remarcat faptul că sistemele de pensii și piețele sunt destul de diverse în întreaga UE: în unele state membre, sistemele de pensii din cadrul celui de-al doilea pilon sunt mai dezvoltate decât în altele, iar fondurile de pensii cu beneficii determinate sunt mai răspândite; în altele, predomină modelul bazat pe contribuții determinate. Cele mai mari piețe de SP din UE se află în Țările de Jos, cu o pondere medie a activelor în PIB de 173,3 %, și în Danemarca, cu o pondere de 198,6 %, conform datelor de la sfârșitul anului 2018. Irlanda dispune, de asemenea, de sisteme similare. În aceste țări, sistemele de pensii private joacă un rol important în asigurarea veniturilor din pensii pentru pensionari.

### **3.2 Problema legată de compensarea centrală în cazul SP**

Principala problemă identificată cu privire la compensarea centrală în cazul SP vizează faptul că respectiva compensare prin CPC necesită plata unei marje de variație în numerar; discuțiile purtate în cadrul grupului de părți interesate al Comisiei au arătat că acest lucru este problematic pentru SP în condiții de criză a pieței.

În modelul privind compensarea centrală, CPC solicită participanților marje de variație pentru a compensa modificările valorii de piață a pozițiilor pe instrumente financiare derivate pe care le gestionează. În acest mod, CPC sunt întotdeauna acoperite împotriva evoluțiilor pe piață, iar participanții pe piață nu acumulează pierderi mari în timp în raport cu portofoliul lor compensat la nivel central. CPC calculează pierderile și câștigurile și le partajează zilnic în cadrul procesului de marcarea la piață. Numerarul poate servi în cel mai bun mod scopului asigurării marjelor de variație, deoarece reduce la minimum orice risc de pierderi de valoare, iar transferul său este definitiv. Utilizarea numerarului ca marjă de variație este, de asemenea, mai puțin complexă din punct de

---

<sup>9</sup> Comitetul european pentru risc sistemic, *Occasional Paper Series* 11, 2016.

vedere operațional și este compatibilă cu abordarea privind gestionarea riscului de lichiditate de către CPC, prevăzută în EMIR<sup>10</sup>.

Aceasta înseamnă că participanții compensatori trebuie să fie în măsură să facă față unor astfel de solicitări cu ajutorul unor sume adecvate de numerar: dacă nu este cazul, iar un membru compensator nu poate plăti la timp marja de variație solicitată, acesta este declarat în situație de incapacitate de plată de către CPC, ceea ce declanșează, ulterior, procedurile în caz de neîndeplinire a obligațiilor de plată pentru a recorela contul. În plus, este necesar ca marja de variație să fie plătită CPC într-o perioadă scurtă de timp, creând astfel alte dificultăți operaționale<sup>11</sup>.

Numerarul are un cost de oportunitate ridicat, deoarece nu este la fel de profitabil precum alte active și nu este adecvat pentru a acoperi angajamentele SP la scadență, expunându-le astfel unor neconcordanțe între active și pasive. Deținerea unor sume mari de numerar în locul altor active cu randament mai ridicat ar contribui la reducerea rentabilității pentru pensionari și ar afecta alocarea activelor SP, și, într-adevăr, fondurile de pensii nu dețin, de regulă, un volum mare de numerar, după cum reiese și din statisticile anuale globale privind pensiile, publicate de OCDE.

Problema marjei de variație în numerar se poate dovedi dificilă în special în vremuri marcate de condiții de criză a pieței, coroborate cu creșterea nivelurilor ratelor dobânzii, când solicitările CPC privind marjele de variație ar putea crește semnificativ pentru SP.

Într-adevăr, apeluri în marjă semnificative pot avea loc și în contextul tranzacțiilor necompensate la nivel central, la care participă în prezent SP. Totuși, în acest context SP pot plăti marje de variație și în alte forme decât în numerar, de exemplu utilizând obligațiuni de stat de înaltă calitate (active pe care fondurile de pensii le dețin, de regulă, în volume mari) – chiar dacă este posibil ca măsura în care SP li se solicită să plătească marje de variație în numerar și în tranzacțiile lor bilaterale să fi crescut recent.

Trebuie remarcat faptul că logica cadrului de reglementare al EMIR este de natură să promoveze compensarea centrală și prin asigurarea unui caracter mai puțin convenabil al tranzacțiilor bilaterale, în concordanță cu riscurile asociate: se preconizează că această evoluție și alte evoluții în materie de reglementare, împreună cu forțele pieței, vor conduce la creșterea volumului de instrumente financiare derivate compensate la nivel central, cu prețuri posibil mai bune pe segmentul compensat la nivel central în raport cu cel necompensat în acest mod. Într-adevăr, după cum s-a menționat, unele fonduri de pensii au început deja compensarea la nivel central pe bază voluntară și selectivă.

---

<sup>10</sup> De asemenea, marja de variație în numerar permite CPC să își păstreze o anumită capacitate de a-și evalua corect tranzacțiile și constituie convenția de piață pentru operațiunile swap compensate adoptată de toți participanții pe piața swap-urilor compensate.

<sup>11</sup> Pentru apelurile în marjă intrazilnice (*intraday*), unele CPC permit participanților să utilizeze titluri de valoare în loc de numerar; cu toate acestea, apelurile în marjă la sfârșitul zilei trebuie să fie acoperite cu numerar.

Trebuie remarcat faptul că, în general, există o probabilitate mai mare ca SP să compenseze indirect în calitate de clienți ai membrilor compensatori decât să devină membri compensatori direcți ai unei CPC, după cum se analizează în secțiunile următoare.

Cele prezentate mai sus constituie contextul pentru caracteristicile pe care ar trebui să le aibă o posibilă soluție la problema compensării centrale: aceasta ar trebui să fie de așa natură încât să asigure un echilibru adecvat între obiectivul stabilității financiare și necesitatea SP de a fi viabile în ceea ce privește costurile, astfel încât să nu afecteze în mod excesiv beneficiile pensionarilor, precum și să fie suficient de robustă și în condiții de criză a pieței.

### **3.3 Soluții potențiale explorate până în prezent**

Dezbaterea privind compensarea la nivel central în cazul SP a condus la explorarea a diferite posibilități de-a lungul anilor. Un rezumat al unor soluții posibile a fost inclus în raportul privind această chestiune, elaborat de Comisie în temeiul EMIR, în 2015, în care s-a conchis că nu a fost dezvoltată nicio soluție tehnică viabilă.

Opțiunile examinate până în prezent s-au axat pe modalitatea în care SP ar putea plăti marje de variație către CPC într-un mod sigur și eficient din punctul de vedere al costurilor. Într-o primă etapă, după cum se descrie în raportul Comisiei din 2015, s-a examinat dacă CPC ar putea accepta marje de variație în alte forme decât numerarul, de exemplu obligațiuni de stat de înaltă calitate: cu toate acestea, s-a recunoscut, în general, că o astfel de posibilitate ar fi dificil de pus în aplicare, deoarece ar obliga CPC să gestioneze un portofoliu de obligațiuni care să fie convertite în numerar cu riscurile aferente, ceea ce ar putea conduce la o denaturare a rolului lor de intermediar responsabil de un portofoliu fără trend.

Prin urmare, se analizează o a doua serie de opțiuni, în cadrul căreia SP și-ar putea schimba obligațiunile în numerar pentru a răspunde apelurilor în marjă ale CPC (transformarea garanțiilor). Potențialele soluții explorate și dezvoltate în ultimii ani de către părțile interesate din sector s-au concentrat, într-adevăr, pe modalități care să permită SP transformarea eficientă a garanțiilor.

#### Transformarea garanțiilor de către membrii compensatori

Membrii compensatori, precum băncile, pot, de regulă, să ofere clienților lor, inclusiv fondurilor de pensii, servicii de transformare a garanțiilor<sup>12</sup>, prin intermediul contractelor repo. Într-adevăr, majoritatea SP care se implică în compensarea centrală fac astăzi acest lucru în calitate de clienți ai membrilor compensatori și pot continua acest demers chiar și în condiții de compensare obligatorie. O tranzacție repo este o tranzacție în care o parte vinde un activ unei alte părți și se angajează să răscumpere activul la un preț convenit la o dată ulterioară. Activul este, de regulă, o obligațiune și servește drept garanție pentru a asigura creditorul în numerar împotriva riscului de

---

<sup>12</sup> Un astfel de serviciu ar putea fi, de asemenea, furnizat fondurilor de pensii de către alte bănci, diferite de membrul lor compensator.



credit al contrapărții. Contractele repo pot fi astfel utilizate ca mijloc de transformare a obligațiunilor în numerar și de plată a marjelor de variație, cu avantajul suplimentar că furnizorul obligațiunilor păstrează proprietatea asupra obligațiunilor și continuă să obțină randamente pe termen lung.

Marile grupuri bancare sunt active, de regulă, pe piața repo. Cu toate acestea, au fost evidențiați unii factori care descurajează membrii compensatori în ceea ce privește implicarea în astfel de tranzacții. După cum au indicat mulți participanți pe piață, configurația indicatorului efectului de levier în cadrul Basel III a făcut ca implicarea în contracte repo să fie mai puțin convenabilă, deoarece astfel de tranzacții au marje reduse și extind bilanțurile băncilor, contribuind astfel la creșterea numitorului indicatorului. Astfel, băncile trebuie să dețină un quantum mai mare de fonduri proprii de nivel 1 pentru a respecta cerința. Considerații similare sunt examinate în cadrul analizei privind piețele repo<sup>13</sup> din 2017 a Comitetului sistemului financiar mondial (*Committee on the Global Financial System*), care a indicat posibilul compromis între reformele în materie de reglementare axate pe dimensiunea bilanțurilor băncilor (menite să limiteze efectul de levier excesiv) și consecințele, inclusiv pentru utilizatorii finali, în ceea ce privește disponibilitatea contractelor repo<sup>14</sup>. În această privință, volumele pieței repo din UE au crescut totuși în ultimii ani<sup>15</sup> și, potrivit analizei BCE, consecințele nedorite ale reformelor în materie de reglementare asupra furnizării de servicii repo de către băncile din zona euro nu au fost semnificative<sup>16</sup>.

În plus, modul în care a fost conceput inițial indicatorul efectului de levier l-a făcut mai puțin convenabil pentru bănci în ceea ce privește furnizarea de servicii de compensare pentru clienți, deoarece marjele plătite de clienți nu puteau fi utilizate pentru a compensa valoarea expunerii (care s-ar adăuga la numitorul indicatorului). În 2019, Comitetul de la Basel<sup>17</sup> a propus introducerea unor modificări în calculul indicatorului efectului de levier, astfel încât compensarea pentru clienți să nu fie penalizată în mod nejustificat. Aceste modificări s-au reflectat în Regulamentul privind cerințele de capital (CRR2) revizuit, care a intrat în vigoare în iunie 2019.

De asemenea, a fost introdusă o modificare a indicatorului efectului de levier referitoare la tratamentul tranzacțiilor reverse repo. Aceste modificări pot contribui la încurajarea băncilor să se implice în compensarea pentru clienți și, eventual, în intermedierea

---

<sup>13</sup> CGFS, „Repo market functioning”, 2017.

<sup>14</sup> „Diminuarea capacității de intermediere poate reduce, de asemenea, gradul în care piețele repo pot răspunde cererii în perioade de criză viitoare. O diminuare la nivelul funcționării pieței repo ar putea crea fricțiuni pe piețele de numerar și de instrumente financiare derivate și ar putea reduce capacitatea instituțiilor financiare de a monetiza activele. Amploarea costurilor rezultate pentru stabilitatea financiară și economia reală în vremuri de criză ar putea fi semnificativă în ansamblu, deși astfel de situații nu s-au materializat într-o măsură substanțială în ultima perioadă. Adaptările pieței repo ar putea atenua costurile pentru unii utilizatori finali, dar ar putea, de asemenea, introduce noi riscuri.”

<sup>15</sup> ICMA, *European Repo Market Survey* (Sondaj privind piața repo europeană), decembrie 2019.

<sup>16</sup> BCE, *Financial Stability Review*, 2017.

<sup>17</sup> Comitetul de la Basel pentru supraveghere bancară, *Leverage ratio treatment of client cleared derivatives*, 2019.

operațiunilor repo, sprijinind astfel și lichiditatea pieței repo. Impactul unor astfel de modificări va trebui evaluat.

În plus, au fost exprimate preocupări cu privire la capacitatea piețelor repo de a răspunde cererii de numerar a tuturor SP împreună, în special în perioade de criză, după cum se analizează în detaliu în continuare.

#### Transformarea garanțiilor prin piețe repo compensate

În ultimii ani, unele CPC au elaborat noi modele pentru a sprijini compensarea centrală în cazul SP pe baza facilitării accesului SP la CPC și la piețele repo compensate; aceasta poate implica, de asemenea, accesul pe piața extrabursieră compensată. Aceste modele au fost elaborate în Uniunea Europeană de cel puțin o CPC și, din informațiile deținute de Comisie, este probabil ca și alte CPC să adopte modele similare<sup>18</sup>. În acest cadru, SP au o relație contractuală directă cu CPC și sunt „asistate” (sau „sponsorizate” în alt mod) de un membru compensator (de regulă, o bancă) ce acționează în calitate de agent de compensare-decontare și facilitează compensarea centrală în cazul SP, de exemplu prin contribuția la fondul de garantare al CPC și prin implicarea în gestionarea situațiilor de neîndeplinire a obligațiilor de plată și în alte servicii (gestionarea garanțiilor etc.).

Aceste modele nu elimină prin ele însele necesitatea de a plăti marja de variație în numerar pentru instrumentele financiare derivate extrabursiere compensate, însă oferă SP acces suplimentar pe piețele repo. Astfel de modele de „apartenență facilitată” ar viza, de asemenea, diminuarea unora dintre limitările compensării pentru clienți, cum ar fi concentrarea compensării pentru clienți în UE la doar câțiva membri compensatori sau chestiunea transferabilității pozițiilor clienților în cazul neîndeplinirii obligațiilor de plată de către un membru compensator. Din punctul de vedere al băncilor, astfel de modele ar trebui să se dovedească mai puțin exigente în ceea ce privește cerințele de capital decât activitățile tradiționale de compensare pentru clienți.

Din informațiile deținute de Comisie, un astfel de model s-a dezvoltat în timp cu un interes relativ în creștere din partea pieței, însă numai câteva SP – în general cele mari – au început să utilizeze un astfel de serviciu până în prezent. Un motiv evident ar putea consta în faptul că o relație directă cu o CPC poate necesita o pregătire operațională și juridică și investiții suplimentare din partea participanților pe piață, atât SP, cât și membri compensatori. În plus, fondurile de pensii care participă la grupul părților interesate din cadrul Comisiei au raportat că astfel de modele sunt, în general, disponibile numai pentru SP mari, doar un număr mic de bănci le sprijină în prezent și încă implică o dependență a SP de disponibilitatea unui membru compensator de a furniza serviciile conexe.

---

<sup>18</sup> În afara UE, pe baza informațiilor de care dispune Comisia, LCH Ltd (Regatul Unit), Canadian Derivatives Clearing Corporation (Canada) și DTCC FICC (SUA) au instituit oferte de compensare a tranzacțiilor repo pe partea de cumpărare.

Potrivit unui document comun elaborat de Asociația Internațională pentru Swap-uri și Instrumente Derivate (ISDA) și Pensions Europe în 2018<sup>19</sup>, modelele de apartenență directă sau de apartenență „facilitată” sunt privite cu interes de piață și pentru că pot fi mai interesante pentru bănci decât relațiile tradiționale de compensare pentru clienți. Apartenența directă deplină pare a fi problematică din mai multe motive (inclusiv necesitatea atât de a răspunde cerințelor de participare ale CPC și contribuțiilor la fondul de garantare, cât și de a dispune de capacitate operațională); modelele de acces facilitat pot constitui o modalitate de a se apropia de aceasta. Potrivit fondurilor de pensii care participă la grupul părților interesate din cadrul Comisiei, alte îmbunătățiri ar fi încă necesare.

### Discuție privind piața repo

Piața repo este considerată, de regulă, de SP drept un instrument util pentru nevoile lor de lichiditate și, în cadrul discuțiilor grupului de experți instituit de Comisia Europeană, piața repo a fost descrisă, în general, ca un posibil element al soluției globale la problema marjei de variație.

Cu toate acestea, se mențin preocupările sectorului cu privire la capacitatea piețelor repo de a răspunde cererii globale de numerar adresate de toate SP care trebuie să compenseze în condiții de criză a pieței, când este probabil ca piețele repo să fie supuse presiunilor în vederea absorbției cererii mari de lichiditate – nu numai din partea SP. În plus, este posibil ca băncile să nu fie întotdeauna dispuse să ofere tranzacții repo pentru SP sau într-o măsură similară, în vremuri de criză. După cum subliniază ESMA, o serie dintre aceste aspecte, precum și alte chestiuni au, de asemenea, legătură cu relația comercială de ansamblu dintre bănci și clienții lor SP. În cazul în care SP nu sunt în măsură să utilizeze piața repo în condiții de criză, este posibil ca acestea să nu poată răspunde apelurilor în marjă ale CPC și chiar să se afle la originea unor probleme mai ample legate de stabilitatea financiară. În această privință, posibilitatea stabilirii unui set diversificat de acorduri de lichiditate între bănci și SP s-ar putea dovedi utilă.

Piețele repo compensate ar trebui să aibă avantajul de a fi mai lichide decât piețele bilaterale, deoarece băncile sunt, în principiu, mai dispuse să tranzacționeze contracte repo compensate decât contracte repo bilaterale – nu în ultimul rând pentru că își pot compensa pozițiile prin CPC. Potrivit CGFS (2017), în zona euro, „ponderea tranzacționării pe piața repo prin intermediul CPC a crescut în ultimii ani, reprezentând între 50 % și 60 % din volumele de pe piața repo din zona euro, ca urmare a atractivității lor pentru gestionarea bilanțului”. Eforturile depuse de unele CPC pentru a permite participarea directă a utilizatorilor finali la platformele lor de contracte repo compensate trebuie să fie evaluate și din această perspectivă. SP au raportat că piața repo compensată poate oferi capacități repo suplimentare în ceea ce privește contractele repo bilaterale, însă au limitele menționate mai sus.

---

<sup>19</sup> Documentul comun al Pensions Europe și ISDA, *Potential demand for clearing by EU Pension Funds*, 2018.

Asociația Internațională a Pieței de Capital (ICMA) oferă o imagine de ansamblu a funcționării piețelor repo europene și estimează, în sondajul său din 2019 privind piața repo, o dimensiune globală a pieței egală cu 8 310 miliarde de euro<sup>20</sup>. Sondajele ICMA privind piața repo europeană din 2018 și 2019 confirmă faptul că piața repo europeană este considerată ca funcționând, în general, bine, fiind astfel un potențial canal pentru transformarea garanțiilor; totuși, piețele repo sunt mai puțin lichide la sfârșit de trimestru și de an, ca urmare a faptului că băncile tind să își închidă pozițiile repo atunci când se apropie de termenele de raportare. Amploarea unor astfel de contracții periodice a fost în scădere în ultimii ani și se preconizează că va continua să scadă în viitor, datorită, de asemenea, punerii în aplicare în UE a recomandărilor recente ale BCBS destinate reducerii volatilității la sfârșit de trimestru și de an.

ICMA oferă, de asemenea, o analiză<sup>21</sup> a celor mai recente evoluții de pe piață în timpul crizei provocate de pandemia de Covid-19. Potrivit acestui sondaj, piața repo europeană a rezistat bine, în cea mai mare parte, în timpul pandemiei de Covid-19, începând de la sfârșitul lunii februarie/începutul lunii martie 2020. Activitatea de pe piața repo a crescut în primele două săptămâni din martie, ca urmare a majorării numărului de cereri de transformare a garanțiilor pentru a răspunde apelurilor în marjă, precum și a fluxurilor de la active cu risc mai ridicat către active pe termen scurt. Cu toate acestea, clienții au raportat că băncile au făcut față cu greu cererii în creștere de contracte repo, iar unele au început să servească doar clienții de nivel superior. Potrivit sondajului, „deși cererea de acces pe piața repo a crescut în punctul culminant al crizei, capacitatea băncilor de a intermedia acest acces nu a urmat aceeași tendință. Participanții pe partea de cumpărare raportează o dependență sporită de piața repo întrucât ieșirile de fonduri au determinat necesitatea de a genera numerar din dețineri, precum și de a răspunde apelurilor în marjă cu poziții ale instrumentelor financiare derivate, pe măsură ce volatilitatea a crescut. Cu toate acestea, se pare că băncile au întâmpinat dificultăți în a ține pasul cu cererile clienților. Mulți clienți raportează limitarea activităților la clienții de nivel superior, fără capacități pentru activități noi. Băncile raportează în plus că, având în vedere volatilitatea sporită, a fost vorba mai mult de faptul că limitele aplicate activelor ponderate în funcție de risc ar fi putut să devină constrângerea obligatorie pentru întreprinderi, mai degrabă decât indicatorul efectului de levier, în special pentru fluxurile comerciale unidirecționale (cum ar fi debitorii neți de numerar).”

Potrivit relatărilor, intervențiile băncilor centrale au atenuat aceste tensiuni prin eliberarea liniilor de credit ale băncilor și prin inversarea vânzării de active de risc.

Evoluțiile pieței în perioada crizei provocate de pandemia de Covid-19 au făcut obiectul discuțiilor și în contextul grupului părților interesate din cadrul Comisiei. CPC au raportat continuarea fără dificultăți a activității pe piețele repo compensate în timpul crizei, cu un volum ridicat de tranzacții. Din informațiile deținute de acestea, accesul nu a fost restricționat pentru firmele de pe partea de cumpărare care au participat pe piața

---

<sup>20</sup> Pe baza valorii contractelor repo și reverse repo în curs din portofoliile celor 58 instituții financiare care participă la sondaj.

<sup>21</sup> ICMA, „The European repo market and the Covid-19 crisis”, aprilie 2020.

repo compensată. S-a subliniat, de asemenea, reziliența generală a infrastructurii pieței, inclusiv în ceea ce privește modelele de calculare a marjelor, contribuind astfel la previzibilitatea cererilor de marjă pentru participanți. Sistemele de pensii au raportat că au fost afectate de volatilitatea considerabilă a pieței, cu apeluri în marjă mari din partea contrapărților bilaterale și a membrilor compensatori pentru clienți. Acestea au raportat că abia au reușit să facă față unei astfel de situații, dar că, în cazul în care piețele ar fi avut rezultate mai slabe, acestea s-ar fi confruntat cu dificultăți foarte mari. De asemenea, acestea au confirmat că băncile au fost reticente în a se angaja în activități de intermediere de contracte repo și că au întâmpinat dificultăți în obținerea accesului la bilanțul băncilor membrului compensator pentru a accesa piețele repo. În consecință, SP consideră că nu se pot baza pe piața repo în toate condițiile în care s-ar afla piața; SP depind adesea foarte mult de bănci pentru accesarea acesteia, iar băncile au linii repo limitate pentru clienții lor în situații de criză.

Având în vedere dificultățile legate de piețele repo în perioade de criză, participanții pe piață au evidențiat adesea chestiunea necesității unui mecanism al băncilor centrale de siguranță pentru lichidității în perioade de criză. Potrivit participanților pe piață, acest rol al băncilor centrale de mecanism de siguranță ar putea fi conceput sub forma lichidității furnizate de băncile centrale entităților reglementate care, ulterior, ar furniza-o SP: o astfel de entitate ar putea fi o bancă sau o contraparte centrală. După primirea lichidității din partea băncilor sau a CPC, SP ar fi în măsură să răspundă apelurilor în marjă de numerar.

Trebuie remarcat faptul că, întrucât băncile centrale dețin competențe exclusive pentru instituirea unor facilități ale băncilor centrale și pentru interpretarea utilizării prevăzute a acestora, orice opțiune bazată pe un mecanism al băncilor centrale de siguranță pentru lichidități ar trebui aprobată și sprijinită de băncile centrale.

BCE și-a prezentat punctul de vedere cu privire la această chestiune. În ceea ce privește băncile, desigur, acestea sunt contrapărți în contextul punerii în aplicare a politicii monetare și sunt autorizate să presteze servicii de transformare a garanțiilor sub rezerva respectării reglementărilor bancare relevante. Prin urmare, acestea sunt în măsură să asigure intermedierea pe piața repo, inclusiv pe baza utilizării facilităților de bancă centrală.

Potrivit BCE, însă, rolul băncii centrale de mecanism de siguranță nu pare a fi simplu sau s-ar putea să nu fie fezabil pentru CPC, chiar dacă aceasta din urmă deține o autorizație bancară: prestarea de servicii de transformare a garanțiilor de către CPC pare să se afle în afara activității lor de bază și, prin urmare, ar putea ridica semne de întrebare cu privire la consecințele riscului. În plus, în opinia BCE, în cazul în care CPC prestează servicii de transformare a garanțiilor pe baza autorizațiilor lor bancare suplimentare (dacă este permis), exceptările actuale acordate acestora de la anumite cerințe bancare prudențiale pe motiv că CPC nu desfășoară activități bancare tipice și că au un model de afaceri diferit nu mai par a fi rezonabile. Prin urmare, ar fi necesare analize suplimentare pentru a stabili natura juridică, impactul asupra gestionării

riscurilor de către CPC și conformitatea cu reglementările a unor astfel de aranjamente. Primele reacții ale unor CPC au arătat, de asemenea, un anumit scepticism.

În ceea ce privește necesitatea unui posibil mecanism de siguranță „dedicat” al băncilor centrale pentru SP (SP urmând să devină contrapărți ale băncilor centrale și să primească lichiditate direct de la acestea), BCE a contribuit la dezbaterile Grupului părților interesate din cadrul Comisiei din perspectiva Eurosistemului, și anume punând accentul pe nevoile de finanțare în euro ale entităților cu sediul în zona euro. Evaluarea cantitativă a Eurosistemului a estimat necesarul de lichiditate al SP din zona euro pentru a răspunde marjei de variație în cadrul unui scenariu de criză bazat pe o modificare de 1 % a ratelor (a se vedea, de asemenea, mai sus). În zona euro, potrivit datelor aflate la dispoziția Eurosistemului, SP neerlandeze sunt cele mai implicate în operațiunile cu instrumente financiare derivate, 89 % din totalul swap-urilor pe rata dobânzii ale fondurilor de pensii fiind încheiate de acestea. Analiza Eurosistemului a constatat că necesarul efectiv de lichiditate al SP din zona euro într-o astfel de situație ar fi ușor de gestionat (situându-se sub 2 %) în raport cu dimensiunea globală a pieței repo europene (aproximată prin valoarea în curs a contractelor reverse repo), sugerând că piața repo în sine ar putea oferi soluții la nevoile SP din zona euro. Pe baza constatărilor, s-a concluzionat că respectivul cadru de politică monetară al Eurosistemului, inclusiv cadrul său pentru contrapărți, este adecvat pentru punerea în aplicare a politicii monetare și nu justifică modificări pentru instituirea unui mecanism dedicat al Eurosistemului de siguranță pentru lichidități destinat SP<sup>22</sup>.

#### 4. CONCLUZII

Problema compensării centrale în cazul SP este una de durată și, în cursul ultimelor negocieri EMIR, a devenit evident faptul că colegiitorii au încercat să încurajeze cât mai mult posibil o soluție care ar putea face ca acești actori să acceseze sistemul de compensare centrală elaborat în cadrul reformelor G20 din 2009, ținând seama, în același timp, de necesitatea de a dispune de soluții adecvate pentru a răspunde preocupărilor în situații de criză a pieței.

Grupul de părți interesate din cadrul Comisiei a purtat discuții îndelungate din care a reieșit că SP au început deja să compenseze în mod voluntar unele instrumente financiare derivate și se poate concluziona că problema principală care rămâne de rezolvat este cea a marjei de variație în numerar în perioadele marcate de condiții de criză a pieței.

Comisia a monitorizat constant evoluțiile pieței și a facilitat schimburile și discuțiile între părțile interesate relevante pentru a găsi posibile căi de urmat. De-a lungul anilor, au fost depuse eforturi de părțile interesate din sector. În special, odată ce opțiunea de a

---

<sup>22</sup> Un astfel de mecanism al Eurosistemului de siguranță pentru lichidități ar fi diferit de asistența pentru acoperirea nevoii de lichiditate în situații de urgență (*Emergency Liquidity Assistance* – ELA), care intră în sfera de competență a băncilor centrale naționale.

plăți marje de variație în obligațiuni în mod direct la CPC a fost în cele din urmă respinsă din cauza unor probleme de compatibilitate cu natura și modelul de afaceri al CPC, au fost explorate alte posibilități pentru a permite mai ușor SP să transforme garanțiile.

După cum s-a subliniat în prezentul raport, în ultimii ani au fost elaborate modele de acces facilitat pentru a explora o modalitate potențial viabilă de compensare centrală în cazul SP. Din informațiile deținute de Comisie, o astfel de opțiune este deja utilizată de câteva SP. Comisia intenționează să analizeze în continuare, împreună cu părțile interesate relevante, această opțiune, inclusiv costul său pentru SP. Faptul că mai mult de o CPC adoptă un astfel de model pare să fie o evoluție pozitivă, inclusiv în ceea ce privește promovarea unei game mai largi de opțiuni.

Găsirea unei soluții adecvate va necesita, cel mai probabil, eforturi pe mai multe fronturi diferite. Pe de o parte, anumite aspecte ale reglementării bancare ar trebui evaluate în continuare, inclusiv dacă modificările recente ale calculelor indicatorului efectului de levier au ajutat. Pe de altă parte, ar trebui să se aibă în vedere modalitățile de asigurare a facilităților de lichiditate pentru SP în perioade de criză care pot fi explorate.

Rezultatele consultării publice lansate de ESMA ar trebui să ofere detalii suplimentare privind evoluțiile recente de pe piață și, eventual, noi date cantitative care vor fi examinate cu atenție. Comisia se angajează, de asemenea, să exploreze orice inițiativă adecvată și fezabilă pentru a avansa către o soluție viabilă și robustă de compensare centrală.

Aceste analize, care se vor desfășura în lunile următoare, vor sta la baza deciziei Comisiei în ceea ce privește exceptarea de la obligația de compensare centrală.