

Bruxelles, 6.5.2021
COM(2021) 224 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) 2019/834, 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) 2019/834, 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 (UE) nr. 648/2012 (Regulamentul privind infrastructura pieței europene, EMIR) prevede o exceptare temporară de la obligația de compensare centrală pentru entitățile care gestionează sisteme de pensii (SP), în legătură cu anumite tipuri de instrumente financiare derivate extrabursiere¹. Exceptarea temporară are drept scop luarea în considerare a caracteristicilor specifice ale modelului de afaceri al unor astfel de entități, precum și a impactului pe care compensarea obligatorie l-ar putea avea asupra pensiilor: entitățile care gestionează sisteme de pensii își reduc de obicei la minimum valoarea alocată sub formă de numerar pentru a obține randamente maxime pentru deținătorii de polițe. Prin urmare, există riscul ca, în cazul în care SP li se solicită să compenseze la nivel central contractele derivate extrabursiere, acest lucru să conducă la renunțarea, de către SP, la o proporție semnificativă din activele lor în schimbul fondurilor bănești pentru a respecta cerințele de marjă ale CPC, ceea ce ar putea avea un impact negativ asupra veniturilor la pensie ale pensionarilor. Exceptarea temporară este menită să ofere SP, contrapărților centrale (CPC) și membrilor compensatori timpul necesar pentru găsirea unei soluții tehnice adecvate, care ar permite SP să compenseze la nivel central prin CPC, evitând, totodată, un impact negativ semnificativ asupra veniturilor pensionarilor.

EMIR Refit, care a intrat în vigoare în iunie 2019, a prelungit 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. CPC, membrii compensatori și SP au obligația de a depune toate eforturile pentru a contribui la dezvoltarea unor soluții viabile.

¹ În temeiul EMIR, 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 menționată, furnizarea de pensii ocupaționale de către întreprinderile de asigurare care intră sub incidența Directivei 2002/83/CE (în anumite situații), precum și alte entități sau sisteme autorizate și supravegheate, care funcționează la nivel național și al căror scop principal este furnizarea de pensii. Exceptarea se referă la instrumentele financiare derivate extrabursiere care au efectul măsurabil în mod obiectiv de a reduce riscurile investițiilor direct legate de solvabilitatea financiară a SP. Aceasta se aplică, de asemenea, entităților înființate în scopul despăgubirii membrilor unor astfel de sisteme în cazul unei situații de neîndeplinire a obligațiilor, precum și SP care întâmpină dificultăți în îndeplinirea cerințelor privind marjele de variație (articolul 89 din EMIR).

După cum s-a prevăzut în EMIR Refit, Comisia Europeană a înființat un grup de experți care include reprezentanți ai CPC, ai membrilor compensatori, ai SP și ai altor părți relevante, pentru a monitoriza eforturile acestora și a evalua progresele înregistrate în găsirea unor soluții tehnice viabile. Grupul de experți, care include, de asemenea, reprezentanți ai băncilor centrale, ai Autorității Europene pentru Valori Mobiliare și Piețe (ESMA) și ai Autorității Europene de Asigurări și Pensii Ocupaționale (EIOPA), s-a reunit în octombrie 2019 și în aprilie și noiembrie 2020.

Articolul 85 din EMIR Refit prevede obligația Comisiei de a elabora rapoarte anuale până la prelungirea finală a exceptării, evaluând dacă au fost dezvoltate soluții tehnice viabile pentru transferul de către SP a garanțiilor în numerar și a garanțiilor nemonetare ca marje de variație, precum și necesitatea adoptării unor măsuri care să faciliteze respectivele soluții tehnice viabile. Regulamentul stabilește, de asemenea, că ESMA, în cooperare cu Autoritatea Bancară Europeană (ABE), EIOPA și CERS, prezintă Comisiei rapoarte anuale în care evaluează chestiunea respectivă.

ESMA a prezentat Comisiei un prim raport în aprilie 2020. Un prim raport al Comisiei², publicat în septembrie 2020, a inclus o analiză cuprinzătoare a aspectelor legate de compensarea centrală de către SP.

ESMA a organizat o consultare publică în perioada aprilie-iunie 2020 pentru a colecta o gamă largă de opinii și date pe această temă. Rezultatele consultării publice au fost incluse în cel de-al doilea raport al ESMA către Comisie, din decembrie 2020, care a fost elaborat în cooperare cu ABE, EIOPA și CERS.

Acesta este cel de al doilea raport al Comisiei în temeiul articolului 85 din EMIR Refit. Acesta prezintă progresele înregistrate, pe baza discuțiilor purtate în cadrul grupului de experți al Comisiei și a contribuțiilor furnizate de AES și CERS prin raportările lor către Comisia Europeană.

2. CONTEXTUL

Peisajul SP din UE este diversificat. 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 %, potrivit datelor de la sfârșitul anului 2018³. Irlanda dispune, de asemenea, de sisteme similare. Conform datelor furnizate de ESMA⁴, SP din Țările de Jos reprezentau 70 %-80 % din valoarea notională a instrumentelor financiare derivate ale tuturor fondurilor de pensii ale UE la sfârșitul lunii martie 2020. SP utilizează în

2 „Raport al Comisiei 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”, COM (2020) 574 final.

3 ESMA, „First Report for consultation – Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements” (Primul raport pentru consultare – Soluții de compensare centrală pentru sistemele de pensii), aprilie 2020.

4 ESMA, „Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements” (Raport către Comisia Europeană - Raport privind soluțiile de compensare centrală pentru sistemele de pensii) (nr. 2), decembrie 2020.

mare măsură instrumente financiare derivate pentru a-și proteja datoriile împotriva unei serii de riscuri.

Primul raport al Comisiei a trecut în revistă situația în ceea ce privește compensarea centrală pentru SP. Acesta a ilustrat faptul că, după cum a reieșit din discuțiile purtate în cadrul grupului de experți al Comisiei, necesitatea de a depune marja de variație în numerar poate fi problematică pentru SP, în special în condiții de criză a pieței, atunci când apelurile în marjă ale CPC pot fi semnificative. În ultimii ani, unele fonduri de pensii au început compensarea la nivel central a unei părți din portofoliul lor de instrumente derivate pe o bază voluntară, de obicei în calitate de clienți ai membrilor compensatori. Unele dintre acestea au început, de asemenea, să utilizeze soluții elaborate de anumite CPC⁵ pentru a facilita compensarea centrală de către SP, și anume așa-numitele modele de acces „facilitat” la platformele lor de contracte repo compensate. Aceste modele ar trebui să îmbunătățească capacitatea SP de a recurge la piața repo pentru nevoile lor de lichiditate⁶. Trecerea la compensarea centrală s-a intensificat, de asemenea, în timp, ca urmare a cerințelor aplicabile tranzacțiilor bilaterale, care se preconizează că vor spori lichiditatea disponibilă în spațiul de compensare centrală comparativ cu cel bilateral⁷.

Raportul a evidențiat, de asemenea, dificultățile cu care se pot confrunta SP în ceea ce privește accesul la piața repo pentru a obține lichiditate în perioade de criză, care pot fi, de asemenea, legate de faptul că membrii compensatori nu sunt întotdeauna dispuși sau în măsură să furnizeze SP servicii de transformare a garanțiilor în condiții de criză a pieței.

3. PRINCIPALELE REZULTATE ALE CONSULTĂRII PUBLICE DESFĂȘURATE DE ESMA ȘI DISCUȚIILE ULTERIOARE CU PĂRȚILE INTERESATE

3.1 Rezultatele consultării publice desfășurate de ESMA

Rezultatele consultării publice desfășurate de ESMA au confirmat, în linii mari, analiza globală inclusă în primul raport al Comisiei și au oferit o ocazie suplimentară de a completa constatările cu noi date cantitative. ESMA a primit răspunsuri⁸ de la o gamă largă de părți interesate, inclusiv, printre altele, de la administratori de active (care au SP drept clienți), organisme profesionale, contrapărți centrale. Gama de părți interesate

5 În UE, Eurex Compensation a instituit un astfel de model, eventual și cu „acces facilitat” la piața extrabursieră compensată. Din informațiile deținute de Comisie, LCH SA este, de asemenea, în curs de elaborare a unei soluții de „acces facilitat”. A se vedea COM(2020) 574 final.

6 Un acord de răscumpărare („repo”) este un acord de vânzare de titluri de valoare la un anumit preț, combinat cu un acord de răscumpărare a titlurilor respective la un preț convenit la o dată ulterioară. Piața repo reunește societăți care furnizează garanții în schimbul numerarului și societăți care furnizează numerar în schimbul garanțiilor.

7 ESMA, „Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements” (Raport către Comisia Europeană - Raport privind soluțiile de compensare centrală pentru sistemele de pensii) (nr. 2), decembrie 2020.

8 ESMA a primit 19 răspunsuri individuale sau de la organisme profesionale, inclusiv 2 răspunsuri confidențiale, și 1 răspuns comun din partea a 10 părți interesate din sectorul fondurilor de pensii.

care au răspuns la consultare a fost diversă, permițând colectarea unei mari varietăți de opinii cu privire la diferite aspecte ale soluțiilor posibile. Potrivit analizei ESMA, răspunsurile la consultare confirmă faptul că marea majoritate a părților interesate așteaptă cu interes o situație în care SP ar putea să compenseze la nivel central și că majoritatea SP doresc cu adevărat acest lucru.

Consultarea a confirmat că unele SP compensează deja în mod voluntar o parte din portofoliul lor, inclusiv pentru a evita să intre sub incidența normelor privind marjele inițiale pentru tranzacțiile bilaterale. SP respective fac acest lucru în calitate de clienți ai membrilor compensatori. În anumite cazuri, SP utilizează, de asemenea, accesul facilitat la piețele repo compensate, oferit de anumite CPC. Potrivit datelor raportate ESMA de Banca Națională a Țărilor de Jos⁹, ratele de compensare pentru swapurile pe rata dobânzii care au la bază indicii Euribor și Libor pentru fondurile de pensii neerlandeze s-au ridicat, în al treilea trimestru al anului 2020, la 22 % în medie pentru fondurile de pensii de dimensiuni mari (variind de la 3 % la 26 %), la 25 % în medie pentru fondurile de pensii de dimensiuni medii și mari (variind de la 0 % la 46 %) și la 37 % în medie pentru fondurile de pensii de dimensiuni mici (variind între 0 % și 100 %). Datele arată o amplă variabilitate de la o societate la alta. În Danemarca, potrivit analizei Danmarks Nationalbank, SP daneze compensează prin CPC de aproximativ 42 % din instrumentele lor financiare derivate pe rata dobânzii – de asemenea, cu o variabilitate considerabilă între societăți.

SP găsesc beneficii în compensarea centrală, indiferent de obligația viitoare de a proceda astfel. Potrivit ESMA, principalele avantaje menționate de acestea constau în lichiditatea care caracterizează produsele compensate, eficiența executării și alte considerente legate de costuri. Unii respondenți la consultarea publică au indicat că SP se confruntă deja, în prezent, cu o diferență de cost între contractele bilaterale și contractele compensate la nivel central. Aceștia au raportat că executarea unui swap pe rata dobânzii bilateral pe 30 de ani, cu o valoare nominală de 50 de milioane EUR poate avea un cost ușor mai ridicat decât executarea unui swap pe rata dobânzii pe o perioadă de 30 de ani compensat la nivel central, precum și că închiderea celui dintâi poate fi mai costisitoare.

Consultarea a confirmat, de asemenea, că principala dificultate în ceea ce privește compensarea centrală pentru SP este chestiunea marjei de variație în numerar. Printre alte dificultăți menționate se numără costul compensării, care ar fi legat de volumul de capital pe care băncile sunt obligate să îl dețină în raport cu pozițiile clienților, în conformitate cu normele privind capitalul băncilor; posibilitatea ca membrii compensatori să rezilieze contractele cu clienții lor într-un termen scurt¹⁰ și dificultățile cu care se pot confrunta SP dacă pozițiile lor mari trebuie transferate către un alt membru compensator. Cu toate acestea, trebuie remarcat faptul că, în spațiul de

9 Pe baza datelor de raportare prevăzute în EMIR.

10 Contractele de compensare pentru clienți conțin adesea o clauză privind notificarea rezilierii în termen de 90 de zile.

compensare bilaterală, SP pot fi, de asemenea, expuse situației de neîndeplinire a obligațiilor de plată de către contrapartidele lor de tranzacționare.

În general, participanții la consultare sunt de acord că soluția la problema compensării centrale pentru SP ar trebui să asigure echilibrul corect între obiectivele privind reziliența sistemului financiar și neimpunerea unor costuri disproporționate pensionarilor și ar trebui să fie în măsură să funcționeze atât în condiții normale, cât și în condiții de criză a pieței.

3.2 Impactul potențial al migrării către compensarea centrală obligatorie

Informațiile cantitative colectate de ESMA prin intermediul consultării publice oferă o imagine de ansamblu a impactului potențial al compensării centrale pentru SP în ceea ce privește: (i) marja inițială; (ii) alocarea de numerar; (iii) scăderea randamentului; și (iv) impactul asupra lichidității în caz de criză.

i) Impactul asupra marjei inițiale

Potrivit unui studiu realizat de ISDA și PensionsEurope în 2018, un mandat de compensare care ar cuprinde fondurile de pensii din Țările de Jos și Danemarca ar crește marja inițială compensată (MI) cu aproximativ 7,4 miliarde EUR dacă ar trebui să fie compensate doar tranzacțiile noi, cu 26 de miliarde EUR în cazul în care s-ar compensa 50 % dintre împrumuturile ipotecare și cu 44 de miliarde EUR în cazul în care ar urma să fie compensate toate împrumuturile ipotecare¹¹.

În plus, SP de mari dimensiuni ar putea fi evaluate de către CPC ca fiind contribuitori mari la risc, deoarece acestea au adesea poziții de swap unidirecționale. Unul dintre aceste SP a raportat ESMA că majorările sale suplimentare de lichiditate la marja inițială ar putea fi atât de semnificative încât aceasta ar putea lua în considerare stabilirea unui plafon pentru numărul de swapuri pe care SP ar putea să le compenseze¹².

ii) Impactul asupra alocărilor de numerar

Expirarea exceptării privind compensarea centrală ar putea obliga SP să rezerve numerar pentru a le permite să gestioneze eventualele apeluri în marjă. În cazul expunerilor pe instrumente financiare derivate, acest lucru reduce riscul de credit al contrapărții, dar crește în același timp riscul de lichiditate. În mediul predominant cu randamente scăzute, deținerile de numerar și de alte active lichide au devenit tot mai costisitoare. În cazul fondurilor de investiții, acest lucru le-a stimulat să reducă astfel de dețineri¹³. Consultarea publică a indicat că, deși unele fonduri de pensii dețin aproximativ 2 % din active în numerar, altele au o alocare strategică în numerar egală cu zero. Raportul ESMA, bazat pe răspunsul la consultarea publică, arată că, în cazul în

11 PensionsEurope și ISDA, „Potential demand for clearing by EU pension funds”, 2018.

12 ESMA, „Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements” (Raport către Comisia Europeană - Raport privind soluțiile de compensare centrală pentru sistemele de pensii) (nr. 2), decembrie 2020.

13 BCE, „Financial Stability Review”, mai 2020.

care SP ar dori să fie în măsură să onoreze 99,8 % dintre apelurile în marjă și presupunând că 30 % din alocarea sa în numerar este disponibilă în termen de o zi, acesta ar trebui să aloce 7,8 % din activele sale unui portofoliu de numerar. Acest procent ar crește la 10,9 % în cazul în care SP ar dori să poată acoperi 99,95 % dintre apelurile în marjă și ar scădea la 5,3 % în cazul în care ar dori să onoreze 99 % dintre apeluri.

iii) Reducerea potențială a randamentelor

O alocare suplimentară în numerar de către SP pentru a răspunde eventualelor apeluri în marjă ar însemna o reducere a randamentelor anuale. Raportul ESMA sugerează că, în cazul în care un SP trebuie să aloce între 5 % și 10 % din portofoliul său de investiții pentru numerar, reducerea rezultată a randamentelor anuale ar putea fi de aproximativ 0,17 %-0,33 % pe an în mediul actual caracterizat de rate scăzute ale dobânzii (cu randamente de aproximativ 3,17 %) ¹⁴. În schimb, dacă se iau în considerare randamentele istorice (aproximativ 6 % pentru sectorul pensiilor din Țările de Jos în ultimii 15 ani, potrivit datelor OCDE), reducerea s-ar situa în intervalul 0,3 %-0,6 %.

Alți administratori de active care au răspuns la consultare au raportat că clienții lor SP dețin deja o rezervă de numerar considerabilă și, ca atare, costurile de finanțare a unor cereri temporar ridicate de lichiditate ar fi foarte scăzute pentru aceștia.

În acest sens, ar trebui să se țină seama, de asemenea, de faptul că fondurile de pensii s-ar putea confrunta cu o perioadă prelungită cu randamente scăzute și că ar putea fi dificil pentru acestea să se alinieze la randamentele istorice. Chiar dacă măsurile recente de politică monetară ale băncilor centrale au inversat scăderile semnificative ale prețurilor activelor, este probabil ca fondurile de pensii să se confrunte cu rate ale dobânzii mai scăzute pe termen mediu și lung. Dificultatea va consta în alinierea la randamentele istorice într-un mediu cu rate ale dobânzii scăzute, potențial volatil. Într-un astfel de scenariu, chiar și o scădere moderată a randamentului poate avea un impact nefavorabil asupra randamentelor pentru pensionari. De exemplu, analiza BCE ¹⁵ arată că, în cazul asigurătorilor, în condițiile în care mediul actual al ratelor dobânzilor persistă, se estimează că venitul mediu din cupoane va scădea de la 2,8 % în 2019 la 1,7 % în 2030, pe măsură ce titlurile de valoare cu randamente mai ridicate ajung la scadență. Se estimează, de asemenea, că ratele garantate vor scădea.

iv) Impactul asupra lichidității în caz de criză

Nevoile de lichiditate ale SP pentru a acoperi marja de variație în cadrul unui scenariu de criză bazat pe o variație de 1 % a ratelor au fost discutate în primul raport al Comisiei ¹⁶, care a prezentat date dintr-un studiu al Europe Economics și Bourse Consult din 2014 și din analizele recente ale Eurosistemului cu privire la acest aspect ¹⁷.

14 Din răspunsurile la consultarea ESMA.

15 BCE, „Financial Stability Review”, mai 2020.

16 COM(2020) 574 final, 23 septembrie 2020.

17 BCE, „Financial Stability Review”, mai 2020.

O majorare a ratelor dobânzii ar declanșa apeluri în marjă ale CPC pentru portofoliile de swapuri pe rata dobânzii ale fondurilor de pensii. Utilizând fondurile de pensii neerlandeze ca exemplu (acestea dețin aproximativ 89 % din swapurile pe rata dobânzii ale fondurilor de pensii din zona euro, potrivit datelor aflate la dispoziția Eurosistemului), Eurosistemul a simulat impactul unei variații paralele de o zi de + 100 de puncte de bază a curbei randamentelor. Potrivit scenariului de criză simulat, apelurile în marjă pentru swapurile pe rata dobânzii deținute de fondurile de pensii neerlandeze s-ar putea situa între 36 de miliarde EUR și 47 de miliarde EUR, ceea ce ar conduce la un deficit de numerar agregat cuprins între 6 miliarde EUR și 15 miliarde EUR (pentru fondurile de pensii din întreaga zonă euro, acesta s-ar putea ridica la 17 miliarde EUR). La limita superioară, 55 % dintre fondurile de pensii neerlandeze nu ar dispune de suficient numerar pentru a-și acoperi apelurile în marjă. Deficitul ar fi concentrat în cadrul unui număr restrâns de fonduri, cu plăți relativ scăzute ale marjei de variație.

Răspunsurile la consultarea publică desfășurată de ESMA în această privință arată că, în cazul unui scenariu cu o variație a ratelor de 100 puncte de bază, cerința privind marja de variație în numerar s-ar ridica la aproximativ 95 de miliarde EUR pentru SP din Țările de Jos, Danemarca și Irlanda care utilizează swapuri.

În timpul recentelor turbulențe de pe piață cauzate de pandemia de Covid-19, apelurile în marjă zilnice pentru expunerile la instrumente financiare derivate ale fondurilor au crescut de cinci ori¹⁸. Luând fondurile de investiții drept exemplu și pe baza raportării parțiale a marjei de variație în datele EMIR, apelurile în marjă zilnice pentru fondurile din zona euro au crescut de la aproximativ 2 miliarde EUR în prima jumătate a lunii februarie 2020 la peste 10 miliarde EUR în săptămâna care a început la 16 martie 2020. Cea mai mare creștere – de aproximativ 6,5 ori – a fost raportată pentru portofoliile formate din instrumente financiare derivate pe titluri de capital, urmate de instrumentele financiare derivate pe rata dobânzii (o creștere de cinci ori) – care sunt cele deținute în mod obișnuit de SP –, precum și pentru portofoliile valutare (o creștere de patru ori). Există dovezi potrivit cărora, pentru a răspunde apelurilor în marjă, unii asigurători și unele fonduri de pensii din zona euro au lichidat acțiuni deținute la fonduri de piață monetară.

Se pare că un număr considerabil de fonduri de investiții din zona euro s-au confruntat cu tensiuni legate de lichiditate ca urmare a volumului ridicat de apeluri în marjă, dar, în general, au fost în măsură să le onoreze¹⁹. Reducerile ratelor dobânzilor și programele băncilor centrale de achiziționare de obligațiuni au contribuit la protejarea participanților pe piață, inclusiv a fondurilor de pensii, împotriva unora dintre cele mai grave efecte potențiale ale crizei. În plus, se pare că fondurile ar putea atrage numerar în timpul turbulențelor prin participarea la tranzacții repo, vânzarea de active (de

18 BCE, „Financial Stability Review”, mai 2020.

19 BCE, „Financial Stability Review”, mai 2020.

exemplu, acțiuni ale fondurilor de piață monetară) sau utilizarea de linii de credit. Cu toate acestea, după cum se arată în primul raport al Comisiei, au fost raportate tensiuni în ceea ce privește accesul la lichiditate pentru fondurile de pensii.

În analiza de mai sus, presupunând că SP ar putea să își acopere nevoile de numerar suplimentare în cadrul scenariului de criză conceput prin intermediul pieței repo, nevoile de lichiditate ale SP din zona euro s-ar menține la un nivel redus în comparație cu volumul tranzacțiilor reverse repo în curs (un indicator pentru dimensiunea pieței repo europene). Tranzacțiile reverse repo în curs în decembrie 2019 s-au ridicat la aproximativ 1,9 mii de miliarde EUR. Presupunând că nevoile de finanțare ale altor SP din zona euro sunt similare cu cele ale SP din Țările de Jos, este probabil ca nevoile de finanțare în numerar pentru toate SP din zona euro să rămână sub 2 % din totalul tranzacțiilor reverse repo în curs²⁰.

Potrivit ESMA și astfel cum a raportat, de asemenea, ICMA²¹, cea mai mare parte a pieței repo din UE a rezistat bine în timpul turbulențelor de pe piață cauzate de pandemia de Covid-19. Totuși, piețele repo s-au confruntat cu unele condiții nefavorabile în punctul culminant al crizei atins în perioada februarie/martie, deoarece cererea de tranzacții repo a crescut, iar capacitatea dealerilor de a intermedia această cerere a fost relativ limitată²². Este posibil ca această situație să fi limitat capacitatea multor societăți de a accesa piața repo, care era necesară pentru gestionarea lichidității și a garanțiilor pe parcursul zilei. Potrivit unor surse, o piață monetară nelichidă a afectat intermedierea lichidității de la bănci către entități nebankare²³. Per ansamblu, după cum a raportat ESMA, piețele repo compensate au funcționat în mod eficient și eficace pe tot parcursul crizei, oferind un acces continuu la produsele derivate – chiar dacă s-au înregistrat și creșteri bruște ale volumului de apeluri în marjă.

În perspectivă, este probabil ca piețele repo să continue să joace un rol central în abordarea provocării reprezentate de compensarea centrală; cu toate acestea, participarea fondurilor de pensii pe piețele repo din Europa rămâne modestă, în special în comparație cu SUA²⁴.

3.3 Inițiative propuse în cadrul consultării publice

Pentru a promova progresul către compensarea centrală pentru SP, respondenții la consultarea publică au propus unele inițiative, după cum se arată în raportul ESMA. Aceste inițiative vizează, în principal, îmbunătățirea soluțiilor utilizate în prezent de SP pentru a compensa la nivel central, și anume compensarea pentru clienți și modelele de

²⁰ COM(2020) 574 final, 23 septembrie 2020.

²¹ Asociația Internațională a Pieței de Capital, „The European repo market and the Covid-19 crisis”, aprilie 2020.

²² Asociația Internațională a Pieței de Capital, „The European repo market and the Covid-19 crisis”, aprilie 2020.

²³ D’Avernas, A., Vandeweyer, Q. și Darracq Pariès, M. (2020), „Unconventional monetary policy and funding liquidity risk”, Document de lucru, seria nr. 2350.

²⁴ Eurex, „Derivatives markets after the Covid-19 crisis - A review of the Digital Derivatives Forum”, 2020.

acces facilitat ale CPC. Acestea se prezintă ca fiind cele două axe pe care ar trebui să se concentreze următoarele etape ale acestei activități.

În ceea ce privește compensarea pentru clienți, informațiile incluse în raportul ESMA și discuțiile din cadrul grupului de experți al Comisiei arată că sporirea capacității membrilor compensatori de a furniza clienților lor direcți servicii de transformare a garanțiilor ar fi benefică pentru îmbunătățirea accesului SP la lichiditate atunci când este necesar. Băncile sunt bine poziționate pentru a facilita transformarea garanțiilor și fac acest lucru de mult timp.

După cum se indică în raportul ESMA, băncile au indicat anumite constrângeri care nu facilitează, pentru acestea și SP, sprijinirea obligației de compensare pentru SP: acestea vizează, în special, indicatorul efectului de levier, activele ponderate în funcție de risc și finanțarea. În special, după cum se arată în raportul ESMA bazat pe consultarea publică, un tratament mai favorabil al capitalului pentru tranzacțiile repo/reverse repo ar contribui la stimularea activității repo.

La fel ca în cazul modelelor de acces facilitat oferite de CPC, astfel de moduri sunt deja utilizate de unele SP de mari dimensiuni pentru a avea acces la piața repo compensată. Potrivit CPC care au participat la consultarea publică, o astfel de soluție ar necesita un semnal clar din partea autorităților de reglementare, prin intermediul unor modificări de reglementare și al unui termen clar pentru exceptarea privind compensarea pentru SP, pentru ca o astfel de soluție să fie adoptată pe scară mai largă. Unii administratori de active care au SP de dimensiuni mari drept clienți au raportat că aceste tipuri de modele reprezintă o cale încurajatoare, iar unii respondenți au subliniat fiabilitatea piețelor repo compensate din UE de-a lungul anilor în ceea ce privește lichiditatea disponibilă, inclusiv în perioade de criză. Unele îmbunătățiri operaționale suplimentare ar putea fi aduse soluțiilor CPC pentru a răspunde mai bine nevoilor SP: în ceea ce privește CPC, în urma consultării a reieșit faptul că ar putea fi avute în vedere îmbunătățiri suplimentare.

Astfel, o serie de măsuri de reglementare au fost propuse de către respondenții la consultare. În special, în raportul ESMA sunt menționate următoarele propuneri din partea părților interesate:

- Un tratament mai favorabil al tranzacțiilor repo/reverse repo în contextul indicatorului efectului de levier;
- O metodologie recalibrată pentru calcularea indicatorului efectului de levier, astfel încât să se evite „cosmetizarea” de către bănci la anumite termene de raportare pe parcursul anului²⁵;
- Stabilirea unei categorii specifice de expuneri la fondurile de pensii, cu ponderi de risc reduse (care să reflecte mai bine bonitatea ridicată a acestora);

25 În această privință, trebuie remarcat faptul că Comitetul de la Basel pentru supraveghere bancară și autoritățile UE au luat recent măsuri pentru a soluționa această problemă, prin consolidarea cerințelor privind publicarea de informații referitoare la indicatorul efectului de levier. Aceste dispoziții vor fi aplicate de băncile din UE începând cu luna iunie 2021.

- Abordarea în mod specific a rolului agenților de compensare-decontare (băncile care permit SP să aibă acces la CPC în contextul modelelor de acces facilitat) în reglementarea bancară;
- În temeiul Directivei Solvabilitate II, asigurarea, pentru SP și societățile de asigurare care sunt membri direcți ai unei CPC, în contextul modelelor de acces facilitat, a aceluiași tratament preferențial care este disponibil pentru membrii compensatori în temeiul CRR;
- Alte modificări de reglementare privind OPCVM și FIA, cu scopul de a încuraja compensarea centrală pentru partea de cerere.

În plus, CERS a făcut propuneri de consolidare a cadrului privind riscul de lichiditate, care vizează și SP, inclusiv prin stabilirea unui amortizor de lichiditate specific în anumite cazuri.

4. CONCLUZII

În conformitate cu EMIR Refit, exceptarea de la obligația de compensare centrală expiră în iunie 2021 și poate fi prelungită de către Comisia Europeană de două ori cu câte un an, prin intermediul unor acte delegate.

Analiza globală a Comisiei Europene cu privire la principalele aspecte legate de compensarea centrală pentru SP, astfel cum a fost prezentată în primul raport publicat în septembrie 2020, este confirmată, în linii mari, de rezultatele consultării publice desfășurate de ESMA. Consultarea respectivă a oferit, de asemenea, unele informații cantitative suplimentare.

În ultimii ani s-au înregistrat progrese în direcția compensării centrale pentru SP și, într-adevăr, astfel cum s-a subliniat, SP se îndreaptă parțial către compensarea centrală pe o bază voluntară. Acesta este, de asemenea, rezultatul diferitelor forțe de reglementare și de piață.

Totuși, pentru a progresa în continuare către un peisaj sustenabil al compensării centrale pentru SP, Comisia este de părere că ar fi necesară prelungirea aplicării exceptării pentru SP din mai multe motive. În primul rând, aceasta ar oferi posibilitatea de a aduce îmbunătățiri suplimentare modelelor de acces facilitat ale CPC. În al doilea rând, aceasta ar permite o evaluare mai aprofundată a oportunității și fezabilității introducerii oricăror modificări potențiale de reglementare, care ar putea sprijini o soluție de compensare centrală obligatorie. În al treilea rând, aceasta ar permite ajungerea la maturitate a unor soluții alternative, deoarece piețele monetare ar putea fi în continuare volatile pe măsură ce se produc consecințele economice ale pandemiei de Covid-19. Posibilitatea ca exceptarea de la obligația de compensare pentru SP să expire în iunie 2021 pare prematură, în special având în vedere că pot apărea în continuare preocupări legate de disponibilitatea lichidității în sistem pentru a răspunde cererii pentru marjele de variație. În cele din urmă, o prelungire este în conformitate cu avizul furnizat de ESMA, în cooperare cu ABE, EIOPA și CERS.

Prin urmare, Comisia propune adoptarea unui act delegat care să prelungească aplicarea exceptării de la obligația compensării centrale până în iunie 2022.

În lunile următoare, DG FISMA va continua să exploreze și să evalueze mai aprofundat diferitele soluții și propuneri prezentate de părțile interesate din sector, în cooperare cu grupul de experți specializat și cu serviciile relevante ale Comisiei.