COMMISSIONE
EUROPEA

Bruxelles, 6.5.2021
COM(2021) 224 final

RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO

a norma dell'articolo 85, paragrafo 2, del regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni, modificato dal regolamento (UE) 2019/834, atta a valutare se siano state sviluppate soluzioni tecniche praticabili per il trasferimento da parte degli schemi pensionistici di garanzie in contanti e non in contanti come margini di variazione, nonché la necessità di eventuali misure volte a facilitare tali soluzioni tecniche praticabili

RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO

a norma dell'articolo 85, paragrafo 2, del regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni, modificato dal regolamento (UE) 2019/834, atta a valutare se siano state sviluppate soluzioni tecniche praticabili per il trasferimento da parte degli schemi pensionistici di garanzie in contanti e non in contanti come margini di variazione, nonché la necessità di eventuali misure volte a facilitare tali soluzioni tecniche praticabili

1. INTRODUZIONE

Il regolamento (UE) n. 648/2012 (il regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo, EMIR) prevede, in relazione a determinati tipi di derivati OTC[1], un'esenzione temporanea dall'obbligo di compensazione centrale per i soggetti che gestiscono schemi pensionistici. L'esenzione temporanea è volta a tener conto delle caratteristiche specifiche del modello aziendale di tali soggetti e dell'impatto che l'obbligo di compensazione potrebbe avere sulle pensioni. Di regola, infatti, i soggetti che gestiscono schemi pensionistici destinano una percentuale minima degli attivi a contante per garantire ai contraenti il massimo rendimento. Vi è pertanto il rischio che l'obbligo per gli schemi pensionistici di compensare i contratti derivati OTC a livello centrale possa implicare il dirottamento da parte loro di una percentuale considerevole di attività verso il contante per soddisfare i requisiti in materia di margini delle controparti centrali (CCP), con un possibile effetto negativo sul reddito dei pensionati. L'esenzione temporanea è intesa a fornire agli schemi pensionistici, alle CCP e ai partecipanti diretti il tempo per trovare una soluzione tecnica praticabile che consenta agli schemi pensionistici di compensare a livello centrale presso le CCP, evitando nel contempo effetti negativi di rilievo sul reddito dei pensionati.

L'EMIR Refit, entrato in vigore nel giugno 2019, ha prorogato l'esenzione fino a giugno 2021, con due ulteriori potenziali proroghe mediante atti delegati della Commissione, ciascuna per un periodo massimo di un anno. Il fine ultimo del regolamento resta, tuttavia, la compensazione centrale per gli schemi pensionistici non appena possibile. Le CCP, i partecipanti diretti e gli schemi pensionistici sono tenuti ad adoperarsi al meglio per contribuire allo sviluppo di soluzioni praticabili.

[1] Ai sensi del regolamento EMIR gli schemi pensionistici comprendono gli enti pensionistici aziendali o professionali quali definiti nell'articolo 6, lettera a), della direttiva 2003/41/CE, le attività nel settore delle pensioni aziendali e professionali degli enti di cui all'articolo 3 di detta direttiva, le attività nel settore delle pensioni aziendali e professionali delle imprese di assicurazione disciplinate dalla direttiva 2002/83/CE (a determinate condizioni), nonché altri enti autorizzati e controllati o schemi che operano su base nazionale che siano finalizzati in via prioritaria a erogare prestazioni pensionistiche. L'esenzione riguarda i derivati OTC di cui può essere oggettivamente quantificata la riduzione dei rischi di investimento direttamente riconducibili alla solvibilità finanziaria degli schemi pensionistici. L'esenzione si applica anche ai soggetti stabiliti per fornire un risarcimento ai membri di tali schemi in caso di inadempimento di uno schema pensionistico, nonché agli schemi pensionistici che incontrano difficoltà nel soddisfare i requisiti in ordine al margine di variazione (articolo 89 del regolamento EMIR).

Come previsto dall'EMIR Refit, la Commissione europea ha istituito un gruppo di esperti composto dai rappresentanti delle CCP, dei partecipanti diretti, degli schemi pensionistici e delle altre parti interessate, al fine di monitorare gli sforzi e valutare i progressi compiuti nello sviluppo di soluzioni tecniche praticabili. Il gruppo di esperti, che comprende anche i rappresentanti delle banche centrali, dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) e dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA), si è riunito nei mesi di ottobre 2019 e aprile e novembre 2020.

L'articolo 85 dell'EMIR Refit impone alla Commissione di elaborare, fino alla proroga finale dell'esenzione, una relazione annuale in cui valuta se siano state sviluppate soluzioni tecniche praticabili per il trasferimento da parte degli schemi pensionistici di garanzie in contanti e non in contanti come margini di variazione, nonché la necessità di eventuali misure volte a facilitare tali soluzioni tecniche praticabili. Il regolamento stabilisce inoltre che l'ESMA, in collaborazione con l'Autorità bancaria europea (ABE), l'EIOPA e il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), presenti alla Commissione una relazione annuale in cui valuta la questione.

L'ESMA ha presentato la prima relazione alla Commissione nell'aprile 2020. Una prima relazione della Commissione[2], pubblicata nel settembre 2020, conteneva un'analisi completa delle questioni riguardanti la compensazione centrale da parte degli schemi pensionistici.

L'ESMA ha condotto una consultazione pubblica da aprile a giugno 2020, al fine di raccogliere un'ampia serie di pareri e di dati sull'argomento. I risultati di tale consultazione pubblica sono contenuti nella seconda relazione dell'ESMA presentata alla Commissione nel dicembre 2020, elaborata in collaborazione con l'ABE, l'EIOPA e il CERS.

La presente è la seconda relazione della Commissione a norma dell'articolo 85 dell'EMIR Refit. In essa sono illustrati i progressi compiuti, sulla base delle discussioni che si sono svolte nell'ambito del gruppo di esperti della Commissione e dei contributi forniti dalle relazioni delle autorità europee di vigilanza (AEV) e del CERS alla Commissione.

2 Relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio, atta a valutare se siano state sviluppate soluzioni tecniche praticabili per il trasferimento da parte degli schemi pensionistici di garanzie in contanti e non in contanti come margini di variazione, nonché la necessità di eventuali misure volte a facilitare tali soluzioni tecniche praticabili, COM(2020) 574 final.

2. CONTESTO

Il panorama degli schemi pensionistici dell'UE è diversificato. I mercati più grandi degli schemi pensionistici dell'UE si trovano nei Paesi Bassi, con un rapporto medio tra attività e PIL pari al 173,3 %, e in Danimarca, con un rapporto del 198,6 %, secondo i dati di fine 2018[3]. Anche l'Irlanda presenta una situazione analoga per quanto riguarda gli schemi pensionistici. Sulla base dei dati forniti dall'ESMA[4], a fine marzo 2020 gli schemi pensionistici olandesi rappresentavano il 70-80 % del valore nozionale dei derivati di tutti i fondi pensione dell'UE. Gli schemi pensionistici utilizzano ampiamente i derivati per coprire le passività derivanti da una serie di rischi.

La prima relazione della Commissione ha fatto il punto della situazione in merito alla compensazione centrale per gli schemi pensionistici. Essa ha evidenziato che, secondo quanto emerso dalle discussioni svoltesi nel gruppo di esperti della Commissione, la necessità di costituire margini di variazione in contanti può rappresentare un problema per gli schemi pensionistici, in particolare in condizioni di stress di mercato, quando le richieste di margini di variazione delle CCP possono essere considerevoli. Negli ultimi anni alcuni fondi pensione hanno iniziato a compensare a livello centrale parte del proprio portafoglio di derivati su base volontaria, generalmente come clienti dei partecipanti diretti. Alcuni di essi hanno anche iniziato ad adottare le soluzioni sviluppate da alcune CCP[5] per facilitare la compensazione centrale da parte degli schemi pensionistici, in particolare modelli di accesso cosiddetto "agevolato" alle loro piattaforme per i contratti di vendita con patto di riacquisto compensati. Tali modelli dovrebbero rendere più facile per gli schemi pensionistici ricorrere al mercato dei contratti di vendita con patto di riacquisto ("repo") per soddisfare il proprio fabbisogno di liquidità[6]. Il passaggio alla compensazione centrale è stato nel tempo favorito anche dagli obblighi che si applicano alle negoziazioni bilaterali, che dovrebbero aumentare la liquidità disponibile in caso di compensazione centrale rispetto a quella bilaterale[7].

La relazione ha evidenziato inoltre le difficoltà che gli schemi pensionistici potrebbero incontrare nell'accedere al mercato repo per ottenere liquidità in periodi di stress, che potrebbero anche essere collegate al fatto che in condizioni di stress del mercato i partecipanti diretti potrebbero non essere sempre disposti a fornire servizi di trasformazione delle garanzie agli schemi pensionistici, o non essere in grado di farlo.

---

3 ESMA, "First Report for consultation – Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements", aprile 2020.

4 ESMA, "Report to the European Commission - Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)", dicembre 2020.

5 Nell'UE questo tipo di modello è stato sviluppato da Eurex Clearing, con possibilità di "accesso agevolato" anche al mercato degli OTC compensati. Secondo le informazioni in possesso della Commissione, anche LCH SA sta sviluppando una soluzione di "accesso agevolato". Cfr. COM(2020) 574 final.

6 Un contratto di vendita con patto di riacquisto ("repo") è un accordo di vendita di titoli a un determinato prezzo combinato con un accordo di riacquisto di tali titoli a un prezzo concordato a una data successiva. Il mercato repo fa incontrare imprese che forniscono garanzie in cambio di contante e imprese che forniscono contante in cambio di garanzie.

7 ESMA, "Report to the European Commission - Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)", dicembre 2020.

3. PRINCIPALI RISULTATI DELLA CONSULTAZIONE PUBBLICA DELL'ESMA E ULTERIORI DISCUSSIONI CON I PORTATORI DI INTERESSI

3.1 Risultati della consultazione pubblica dell'ESMA

I risultati della consultazione pubblica condotta dall'ESMA hanno ampiamente confermato l'analisi generale contenuta nella prima relazione della Commissione, integrandone i risultati con ulteriori dati quantitativi. L'ESMA ha ricevuto risposte[8] da una rappresentanza ampia e diversificata di portatori di interessi, che comprendeva, tra gli altri, gestori di patrimoni (che hanno gli schemi pensionistici come clienti), associazioni di categoria e controparti centrali. La diversificazione del gruppo dei portatori di interessi che hanno risposto alla consultazione ha permesso di raccogliere un'ampia varietà di pareri sui diversi aspetti delle soluzioni possibili. Secondo l'analisi dell'ESMA le risposte alla consultazione hanno confermato che una vasta maggioranza dei portatori di interessi auspica una situazione in cui gli schemi pensionistici siano in grado di compensare a livello centrale e che la maggior parte degli schemi pensionistici desidera farlo.

La consultazione ha confermato che alcuni schemi pensionistici hanno già iniziato a compensare una parte del loro portafoglio su base volontaria, principalmente in qualità di clienti dei partecipanti diretti, anche al fine di evitare di incorrere nelle norme sui margini iniziali per le negoziazioni bilaterali. In alcuni casi gli schemi pensionistici utilizzano anche l'accesso agevolato ai mercati dei repo compensati offerto da talune CCP. In base ai dati comunicati all'ESMA dalla Banca centrale olandese[9], nel terzo trimestre del 2020, con riferimento ai fondi pensione olandesi, la percentuale di swap su tassi di interesse Euribor e Libor compensati è stata in media pari al 22 % per i grandi fondi pensione (compresa tra il 3 e il 26 %), al 25 % per i fondi pensione medio-grandi (compresa tra lo 0 e il 46 %) e al 37 % per i piccoli fondi pensione (compresa tra lo 0 e il 100 %). I dati mostrano grandi differenze tra le diverse imprese. In Danimarca, secondo un'analisi condotta dalla Danmarks Nationalbank, gli schemi pensionistici danesi compensano presso una CCP circa il 42 % dei propri derivati su tassi di interesse, anche in questo caso con notevoli differenze tra imprese.

Indipendentemente dall'imminente applicazione dell'obbligo di compensare a livello centrale, gli schemi pensionistici riscontrano vantaggi nella compensazione centrale. Secondo quanto riportato dall'ESMA, i principali vantaggi citati sono la liquidità che caratterizza i prodotti compensati, l'efficienza nell'esecuzione e altre considerazioni relative ai costi. Alcuni partecipanti alla consultazione pubblica hanno segnalato che gli schemi pensionistici stanno riscontrando già adesso una differenza in termini di costi tra contratti negoziati bilateralmente e contratti compensati a livello centrale. L'esecuzione di un IRS bilaterale a 30 anni con un importo nominale di 50 milioni di

8 L'ESMA ha ricevuto 19 risposte da singoli partecipanti e da associazioni di categoria, di cui 2 riservate, e 1 risposta congiunta di 10 portatori di interessi del settore dei fondi pensione.

9 Sulla base dei dati da notificare a norma del regolamento EMIR.

EUR può avere un costo marginalmente più alto dell'esecuzione di un IRS a 30 anni compensato a livello centrale; inoltre anche la liquidazione del primo può essere più onerosa.

La consultazione ha anche confermato che l'aspetto più problematico per quanto riguarda la compensazione centrale da parte degli schemi pensionistici continua a essere la questione dei margini di variazione in contanti. Gli altri aspetti critici citati sono il costo della compensazione, che sarebbe legato al capitale che le banche devono detenere a fronte delle posizioni della clientela ai sensi delle norme sui requisiti patrimoniali delle banche, la possibilità per i partecipanti diretti di risolvere i contratti con i propri clienti con un breve preavviso[10] e i problemi che potrebbero incontrare gli schemi pensionistici se fosse necessario trasferire posizioni importanti a un altro partecipante diretto. Occorre rilevare tuttavia che la compensazione bilaterale potrebbe esporre gli schemi pensionistici anche al rischio di inadempimento delle controparti.

Nel complesso i partecipanti alla consultazione sono risultati concordi nel ritenere che la soluzione alla questione della compensazione centrale per gli schemi pensionistici dovrebbe garantire il giusto equilibrio tra gli obiettivi di resilienza del sistema finanziario e la necessità di non imporre costi sproporzionati ai pensionati, assicurando il suo funzionamento tanto in condizioni normali del mercato quanto in condizioni di stress.

3.2 L'impatto potenziale del passaggio alla compensazione centrale obbligatoria

I dati quantitativi raccolti dall'ESMA mediante la consultazione pubblica offrono una panoramica dell'impatto potenziale della compensazione centrale per gli schemi pensionistici, in termini di: i) margine iniziale; ii) allocazione delle attività in contanti; iii) diminuzione dei rendimenti; iv) liquidità in condizioni di stress.

i) Impatto sul margine iniziale

Secondo uno studio condotto nel 2018 dall'Associazione internazionale degli intermediari in swap (ISDA) e da PensionsEurope, un obbligo di compensazione imposto ai fondi pensione olandesi e danesi aumenterebbe il margine iniziale compensato di circa 7,4 miliardi di EUR se dovessero essere compensate solo le nuove negoziazioni, di 26 miliardi di EUR se dovesse essere compensato il 50 % delle posizioni in essere non compensate e di 44 miliardi di EUR se dovessero essere compensate tutte le posizioni esistenti[11].

Gli schemi pensionistici di grandi dimensioni potrebbero inoltre essere considerati dalle CCP un grande fattore di rischio, in quanto spesso hanno posizioni in swap unidirezionali. Una CCP ha dichiarato all'ESMA che l'importo dell'ulteriore liquidità sul margine iniziale potrebbe essere talmente elevato da indurla a considerare la

10 I contratti di compensazione per conto del cliente spesso contengono una clausola di risoluzione con preavviso di 90 giorni.

11 PensionsEurope e ISDA, "Potential demand for clearing by EU pension funds", 2018.

possibilità di stabilire un limite massimo del numero di swap che potrebbe essere in grado di compensare[12].

ii) Impatto sull'allocazione delle attività in contanti

La scadenza dell'esenzione dall'obbligo di compensazione centrale potrebbe obbligare gli schemi pensionistici ad accantonare liquidità per poter gestire le potenziali richieste di margini. Nel caso delle esposizioni su derivati, ciò riduce il rischio di controparte, ma nel contempo aumenta il rischio di liquidità. Nell'attuale contesto prevalentemente caratterizzato da rendimenti bassi, la detenzione di contanti e di altre attività liquide ha un costo sempre più elevato. Nel caso dei fondi di investimento, ciò li ha indotti a ridurre questo tipo di attività[13]. Dalla consultazione pubblica è emerso che, mentre alcuni fondi pensione detengono circa il 2 % delle attività in contanti, altri non hanno alcuna allocazione strategica in contanti. La relazione dell'ESMA basata sulla consultazione pubblica ha evidenziato che se uno schema pensionistico volesse essere in grado di soddisfare il 99,8 % delle richieste di margine di variazione, e ipotizzando che il 30 % delle allocazioni in contanti fosse disponibile entro un giorno, dovrebbe destinare a contante il 7,8 % delle proprie attività. Tale importo arriverebbe al 10,9 % se lo schema pensionistico volesse essere in grado di soddisfare il 99,95 % delle richieste di margine di variazione e scenderebbe invece al 5,3 % se volesse soddisfare il 99 % delle richieste.

iii) Potenziale riduzione dei rendimenti

Per gli schemi pensionistici, destinare quote aggiuntive dei propri attivi a contante per soddisfare le potenziali richieste di margine comporterebbe una riduzione dei rendimenti annuali. La relazione dell'ESMA evidenzia che, se gli schemi pensionistici fossero obbligati a destinare a contante il 5 %-10 % del proprio portafoglio di investimenti, nell'attuale contesto di tassi di interesse bassi (con rendimenti pari a circa il 3,17 %) i rendimenti annuali potrebbero scendere di circa lo 0,17 %-0,33 % all'anno[14]. Se si considerano invece i rendimenti storici (circa il 6 % per il settore pensionistico olandese negli ultimi 15 anni, secondo i dati OCSE), la riduzione sarebbe compresa tra lo 0,3 % e lo 0,6 %.

Altri gestori di patrimoni che hanno partecipato alla consultazione hanno riferito che gli schemi pensionistici loro clienti detengono già consistenti riserve di liquidità, pertanto rispondere a richieste di liquidità temporaneamente elevate avrebbe per loro costi molto bassi.

A tal proposito è opportuno tenere presente che i fondi pensione dovranno probabilmente affrontare un periodo prolungato di bassi rendimenti e potrebbero avere difficoltà a eguagliare i rendimenti storici. Anche se i recenti interventi di politica monetaria delle banche centrali hanno invertito la tendenza al forte ribasso dei prezzi

12 ESMA, "Report to the European Commission - Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)", dicembre 2020.
13 BCE, "Financial Stability Review", maggio 2020.
14 Risposte alla consultazione dell'ESMA.

delle attività, nel medio-lungo periodo i fondi pensione dovranno probabilmente far fronte a tassi d'interesse più bassi. La sfida sarà eguagliare i rendimenti storici in un contesto potenzialmente volatile, caratterizzato da bassi tassi di interesse. In uno scenario di questo tipo anche una diminuzione moderata dei rendimenti potrebbe influire negativamente sui rendimenti dei pensionati. Ad esempio, nella sua analisi la BCE[15] rileva che, nel caso degli assicuratori, se l'attuale contesto dei tassi di interesse dovesse protrarsi, si prevede che l'interesse cedolare medio passi dal 2,8 % nel 2019 all'1,7 % nel 2030, man mano che i titoli con rendimenti più alti giungono a scadenza. È prevista una diminuzione anche dei tassi garantiti.

iv) Impatto sulla liquidità in condizioni di stress

La prima relazione della Commissione[16] ha esaminato il fabbisogno di liquidità degli schemi pensionistici per far fronte al margine di variazione in condizioni di stress basato su una variazione dei tassi pari all'1 %, muovendo dai risultati di uno studio condotto da Europe Economics e Bourse Consult nel 2014, nonché delle recenti analisi condotte dall'Eurosistema[17]. Un aumento dei tassi di interesse attiverebbe le richieste di margini di variazione delle CCP sui portafogli di swap su tassi di interesse degli schemi pensionistici. Prendendo come riferimento i fondi pensione olandesi (in base ai dati a disposizione dell'Eurosistema, essi detengono circa l'89 % degli IRS dei fondi pensione nella zona euro), l'Eurosistema ha simulato l'impatto di uno spostamento parallelo della curva dei rendimenti di + 100 punti base su un giorno. Dalla simulazione è emerso che in tale scenario di stress le richieste di margini di variazione sugli swap su tassi di interesse detenuti dai fondi pensione olandesi potrebbero essere comprese tra i 36 e i 47 miliardi di EUR, con una carenza di contante aggregata compresa tra i 6 e i 15 miliardi di EUR (che potrebbe arrivare a 17 miliardi di EUR per i fondi pensione dell'intera zona euro). Nel caso di incremento massimo, il 55 % dei fondi pensione olandesi non avrebbe contante sufficiente per coprire le richieste di margini di variazione. Le carenze si concentrerebbero in un ridotto numero di fondi con pagamenti di margini di variazione relativamente bassi.

Le risposte della consultazione pubblica dell'ESMA a tal riguardo mostrano che, con una variazione di 100 punti base dei tassi, il requisito in materia di margini di variazione in contanti relativo agli schemi pensionistici olandesi, danesi e irlandesi che utilizzano swap ammonterebbe a circa 95 miliardi di EUR.

Durante le recenti turbolenze dei mercati legate alla COVID-19, le richieste di margini di variazione su base giornaliera sulle esposizioni in derivati dei fondi sono quintuplicate[18]. Prendendo come riferimento i fondi di investimento e basandosi sui dati parziali sui margini di variazione segnalati a norma del regolamento EMIR, le richieste

15 BCE, "Financial Stability Review", maggio 2020.
16 COM(2020) 574 final del 23 settembre 2020.
17 BCE, "Financial Stability Review", maggio 2020.
18 BCE, "Financial Stability Review", maggio 2020.

di margini di variazione su base giornaliera sui fondi della zona euro sono passate da circa 2 miliardi di EUR nella prima metà di febbraio 2020 a oltre 10 miliardi di EUR nella settimana iniziata il 16 marzo 2020. L'aumento maggiore (circa 6,5 volte) è stato segnalato per portafogli composti da derivati su strumenti di capitale, seguiti dai derivati su tassi di interesse (5 volte), ossia quelli generalmente detenuti dagli schemi pensionistici, e dai portafogli in valuta (4 volte). È emerso che per soddisfare le richieste di margine alcuni assicuratori e fondi pensione della zona euro hanno liquidato azioni detenute in fondi del mercato monetario.

A quanto pare, un numero considerevole di fondi di investimento della zona euro ha dovuto affrontare tensioni in materia di liquidità a causa di richieste di margini elevate che tuttavia è stato in genere in grado di soddisfare[19]. Il taglio dei tassi di interesse e i programmi di acquisto di obbligazioni avviati dalle banche centrali hanno contribuito a proteggere i partecipanti al mercato, compresi i fondi pensione, da alcune delle possibili ripercussioni più gravi della crisi. Risulta inoltre che, per ottenere liquidità durante la crisi, i fondi abbiano fatto ricorso a contratti di vendita con patto di riacquisto, alla vendita di attività (ad esempio azioni di fondi del mercato monetario), o abbiano utilizzato linee di credito. Tuttavia, come rilevato nella prima relazione della Commissione, i fondi pensione hanno incontrato difficoltà nell'accesso alle fonti di liquidità.

Secondo l'analisi sopra citata, ipotizzando che nello scenario di stress descritto gli schemi pensionistici possano soddisfare la necessità di liquidità supplementare nel mercato repo, il fabbisogno di liquidità degli schemi pensionistici della zona euro resterebbe contenuto rispetto all'ammontare in essere dei contratti di vendita con patto di riacquisto passivo (utilizzato come misura indiretta del mercato repo europeo). Nel dicembre 2019 i contratti di vendita con patto di riacquisto passivo in essere ammontavano a circa 1 900 miliardi di EUR. Supponendo che le esigenze di finanziamento degli schemi pensionistici della zona euro siano simili a quelle degli schemi pensionistici olandesi, il fabbisogno di assunzione di contante in prestito resterebbe al di sotto del 2 % dell'ammontare complessivo dei contratti di vendita con patto di riacquisto passivo in essere[20].

Secondo quanto riportato dall'ESMA e dall'International Capital Market Association (ICMA)[21], nel complesso il mercato repo europeo ha retto bene durante le turbolenze dei mercati causate dalla COVID-19. Tuttavia, al culmine della crisi nei mesi di febbraio/marzo, i mercati repo hanno registrato segnali di tensione a causa dell'aumento della domanda di contratti di vendita con patto di riacquisto a fronte della capacità

19 BCE, "Financial Stability Review", maggio 2020.

20 COM(2020) 574 final del 23 settembre 2020.

21 International Capital Market Association, "The European repo market and the Covid-19 crisis", aprile 2020.

relativamente limitata dei dealer di fungere da intermediari per soddisfarla[22]. Ciò potrebbe avere limitato l'accesso di molte imprese al mercato repo, necessario per gestire la liquidità infragiornaliera e le garanzie. Secondo alcune fonti un mercato monetario illiquido ha ridotto l'intermediazione della liquidità dalle banche a soggetti non bancari[23]. Nel complesso i dati raccolti dall'ESMA mostrano che i mercati dei repo compensati hanno funzionato in modo efficiente ed efficace durante la crisi, continuando a offrire l'accesso ai prodotti derivati, sia pur con picchi di richieste di margini.

È probabile che in futuro i mercati repo continueranno a svolgere un ruolo centrale nella questione della compensazione centrale; la partecipazione dei fondi pensione ai mercati repo rimane tuttavia limitata, specialmente rispetto agli Stati Uniti[24].

3.3 Iniziative proposte nella consultazione pubblica

Come indicato nella relazione dell'ESMA, i partecipanti alla consultazione pubblica hanno proposto alcune iniziative per incentivare la compensazione centrale per gli schemi pensionistici. Tali iniziative mirano principalmente a migliorare le soluzioni attualmente utilizzate dagli schemi pensionistici per compensare a livello centrale, ossia i modelli di accesso agevolato delle CCP e la compensazione per conto del cliente. È su questi due aspetti che dovrebbero svilupparsi le fasi successive della presente analisi.

Per quanto riguarda la compensazione per conto del cliente, i contributi contenuti nella relazione dell'ESMA e le discussioni in seno al gruppo di esperti della Commissione rilevano che un miglioramento della capacità dei partecipanti diretti di fornire servizi di trasformazione delle garanzie ai propri clienti diretti contribuirebbe a migliorare l'accesso da parte degli schemi pensionistici alla liquidità, quando necessario. Le banche sono nella posizione ideale per agevolare la trasformazione delle garanzie e svolgono questa attività da molto tempo.

Come rilevato nella relazione dell'ESMA, le banche hanno segnalato alcuni vincoli che rendono più difficile, sia per loro sia per gli schemi pensionistici, sostenere l'obbligo di compensazione per gli schemi pensionistici. Tali vincoli riguardano specificatamente il coefficiente di leva finanziaria, le attività ponderate per il rischio e il finanziamento (funding). In particolare, come evidenziato nella relazione dell'ESMA basata sulla consultazione pubblica, un trattamento patrimoniale più favorevole per i contratti di vendita con patto di riacquisto e i contratti di vendita con patto di riacquisto passivo contribuirebbe a stimolare l'attività in operazioni repo.

I modelli di accesso agevolato offerti dalle CCP sono già utilizzati da alcuni grandi schemi pensionistici per accedere al mercato dei repo compensati. Secondo le CCP che hanno partecipato alla consultazione pubblica, perché questa soluzione possa essere più

22 International Capital Market Association, "The European repo market and the Covid-19 crisis", aprile 2020.

23 D'Avernas, A., Vandeweyer, Q. e Darracq Pariès, M. (2020), "Unconventional monetary policy and funding liquidity risk", Working Paper Series n. 2350.

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

ampiamente adottata occorrerebbe un segnale chiaro da parte delle autorità di regolamentazione, attraverso modifiche normative e una data chiara del termine del periodo di esenzione dall'obbligo di compensazione per gli schemi pensionistici. Alcuni gestori di patrimoni che hanno grandi schemi pensionistici come clienti hanno riferito che questo tipo di modelli segna un inizio incoraggiante e un certo numero di partecipanti alla consultazione ha sottolineato l'affidabilità dei mercati dei repo compensati dell'UE nel corso degli anni, in termini di liquidità disponibile, anche in periodi di stress. Alle soluzioni offerte dalle CCP potrebbero essere apportati alcuni miglioramenti operativi, al fine di soddisfare meglio il fabbisogno degli schemi pensionistici. Per quanto riguarda le CCP, dalla consultazione è emerso che potrebbero essere previsti ulteriori miglioramenti.

I partecipanti alla consultazione hanno pertanto proposto alcune misure normative. In particolare la relazione dell'ESMA riporta le proposte seguenti, suggerite dei portatori di interessi:

- un trattamento più favorevole dei contratti di vendita con patto di riacquisto/contratti di vendita con patto di riacquisto passivo con riferimento al coefficiente di leva finanziaria;
- una ricalibrazione del metodo di calcolo del coefficiente di leva finanziaria al fine di evitare operazioni di "cosmesi" da parte delle banche in occasione delle scadenze per la segnalazione nel corso dell'anno[25];
- prendere in considerazione la costituzione di una specifica categoria di esposizioni verso i fondi pensione, con fattori di ponderazione del rischio ridotti (in grado di riflettere meglio il loro elevato merito di credito);
- definire in modo specifico il ruolo degli agenti di compensazione (le banche che permettono agli schemi pensionistici di accedere alle CCP nel contesto dei modelli di accesso agevolato) nella legislazione bancaria;
- a norma della direttiva Solvibilità II, prendere in considerazione la possibilità di concedere agli schemi pensionistici e alle imprese di assicurazione che partecipano direttamente a una CCP nell'ambito di modelli di accesso agevolato lo stesso trattamento preferenziale a disposizione dei partecipanti diretti ai sensi del regolamento sui requisiti patrimoniali (CRR);
- altre modifiche normative riguardanti gli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e i gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA), al fine di incoraggiare la compensazione centrale per la parte acquirente.

Il CERS ha avanzato inoltre alcune proposte per rafforzare il quadro in materia di rischio di liquidità anche per gli schemi pensionistici, tra le altre cose stabilendo, in determinati casi, riserve di liquidità specifiche.

25 A tal proposito occorre rilevare che il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e le autorità dell'UE hanno recentemente affrontato questa questione, rafforzando gli obblighi di informativa sul coefficiente di leva finanziaria. Tali disposizioni saranno applicate dalle banche dell'UE da giugno 2021.

4. CONCLUSIONI

A norma dell'EMIR Refit, il periodo di esenzione dall'obbligo di compensazione centrale scade a giugno 2021 e può essere prorogato dalla Commissione europea, mediante l'adozione di atti delegati, due volte, ogni volta per un periodo di un anno.

L'analisi complessiva delle principali questioni riguardanti la compensazione centrale per gli schemi pensionistici, contenuta nella prima relazione della Commissione europea pubblicata nel settembre 2020, è stata ampiamente confermata dai risultati della consultazione pubblica dell'ESMA, che ha fornito anche alcune ulteriori informazioni quantitative.

Negli ultimi anni sono stati compiuti progressi verso la compensazione centrale per gli schemi pensionistici ed effettivamente, come sopra esposto, gli schemi pensionistici si stanno in parte orientando su base volontaria verso la compensazione centrale. Ciò è stato anche una conseguenza dei vari interventi normativi e delle forze di mercato.

Tuttavia, al fine di compiere ulteriori progressi verso uno scenario sostenibile di compensazione centrale per gli schemi pensionistici, la Commissione ritiene che la proroga dell'esenzione per gli schemi pensionistici sarebbe necessaria per diversi motivi. In primo luogo ciò consentirebbe di perfezionare i modelli di accesso agevolato delle CCP. In secondo luogo consentirebbe di valutare più accuratamente l'appropriatezza e la fattibilità dell'introduzione di potenziali modifiche normative a favore di una soluzione nella direzione della compensazione centrale obbligatoria. In terzo luogo darebbe modo di maturare soluzioni alternative in un contesto in cui i mercati monetari potrebbero essere ancora volatili e gli effetti economici della pandemia di COVID-19 stanno diventando evidenti. La scadenza dell'esenzione dall'obbligo di compensazione per gli schemi pensionistici a giugno 2021 appare prematura, in particolare perché potrebbero persistere problemi riguardo alla disponibilità di liquidità nel sistema per soddisfare la domanda di margini di variazione. Infine una proroga è in linea con il parere espresso dall'ESMA in collaborazione con l'ABE, l'EIOPA e il CERS.

La Commissione propone pertanto l'adozione di un atto delegato che proroghi il periodo di esenzione dalla compensazione centrale fino a giugno 2022.

Nei prossimi mesi la DG FISMA continuerà a esplorare e valutare nel dettaglio le diverse proposte e soluzioni avanzate dai portatori di interessi del settore, in collaborazione con l'apposito gruppo di esperti e con i competenti servizi della Commissione.