IL-KUMMISSJONI
EWROPEA

Brussell, 6.5.2021
COM(2021) 224 final

RAPPORT TAL-KUMMISSJONI LILL-PARLAMENT EWROPEW U LILL-KUNSILL

skont l-Artikolu 85(2) tar-Regolament (UE) Nru 648/2012 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tal-4 ta' Lulju 2012 dwar derivati OTC, kontropartijiet ċentrali u repożitorji tad-*data* dwar it-tranżazzjonijiet, kif emendat bir-Regolament (UE) Nru 834/2019, li jivvaluta jekk ġewx żviluppati soluzzjonijiet tekniċi vijabbli għat-trasferiment mill-arranġamenti tal-iskema tal-pensjonijiet ta' kollateral fi flus jew mhux fi flus bħala marġni ta' varjazzjoni u l-ħtieġa għal kwalunkwe miżura biex jiġu ffaċilitati dawk is-soluzzjonijiet tekniċi vijabbli

RAPPORT TAL-KUMMISSJONI LILL-PARLAMENT EWROPEW U LILL-KUNSILL

skont l-Artikolu 85(2) tar-Regolament (UE) Nru 648/2012 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tal-4 ta' Lulju 2012 dwar derivati OTC, kontropartijiet ċentrali u repożitorji tad-*data* dwar it-tranżazzjonijiet, kif emendat bir-Regolament (UE) Nru 834/2019, li jivvaluta jekk ġewx żviluppati soluzzjonijiet tekniċi vijabbli għat-trasferiment mill-arranġamenti tal-iskema tal-pensjonijiet ta' kollateral fi flus jew mhux fi flus bħala marġni ta' varjazzjoni u l-ħtieġa għal kwalunkwe miżura biex jiġu ffaċilitati dawk is-soluzzjonijiet tekniċi vijabbli

1. INTRODUZZJONI

Ir-Regolament (UE) Nru 648/2012 (ir-Regolament dwar l-Infrastruttura tas-Suq Ewropew, EMIR) jipprevedi eżenzjoni temporanja mill-obbligu tal-ikklerjar ċentrali għall-entitajiet li joperaw arranġamenti tal-iskema tal-pensjonijiet (pension scheme arrangements, PSAs), b'rabta ma' ċerti tipi ta' derivattivi OTC[1]. L-eżenzjoni temporanja hija maħsuba biex tqis il-karatteristiċi speċifiċi tal-mudell ta' negozju ta' tali entitajiet u l-impatt li l-ikklerjar obbligatorju jista' jkollu fuq il-pensjonijiet: l-entitajiet li joperaw arranġamenti tal-iskema tal-pensjonijiet tipikament jimminimizzaw l-allokazzjoni tagħhom fil-kontanti biex jimmassimizzaw ir-redditu għad-detenturi ta' polza tagħhom. Għalhekk hemm riskju li jekk il-PSAs ikunu obbligati jikklerjaw il-kuntratti tad-derivattivi OTC ċentralment, dan jista' jwassal għal żvestiment ta' proporzjon sinifikanti tal-assi tal-PSAs f'kontanti biex jissodisfaw ir-rekwiżiti tal-marġini tas-CCPs, b'impatt potenzjalment negattiv fuq l-introjtu tal-irtirar tal-pensjonanti. L-eżenzjoni temporanja hija maħsuba biex tipprovdi ħin għall-PSAs, għall-kontropartijiet ċentrali (central counterparties, CCPs) u għall-membri tal-ikklerjar biex isibu soluzzjoni teknika li tkun tippermetti lill-PSAs jikklerjaw ċentralment għand is-CCPs waqt li jevitaw effetti materjalment negattivi fuq l-introjtu tal-pensjonanti.

L-EMIR Refit, li daħal fis-seħħ f'Ġunju 2019, estenda l-eżenzjoni sa Ġunju 2021, b'estensjonijiet potenzjali ulterjuri permezz ta' atti delegati tal-Kummissjoni għal darbtejn, kull darba b'massimu ta' sena. Madankollu, l-għan aħħari tar-Regolament jibqa' l-ikklerjar ċentrali għall-PSAs mill-aktar fis possibbli. Is-CCPs, il-membri tal-ikklerjar u l-PSAs huma meħtieġa jagħmlu l-almu tagħhom biex jikkontribwixxu għall-iżvilupp ta' soluzzjonijiet vijabbli.

[1] Fil-qafas tal-EMIR, il-PSAs jinkludu Istituzzjonijiet għall-Provvista ta' Rtirar Okkupazzjonali (Institutions for Occupational Retirement Provisions, IORPs) kif definiti fl-Artikolu 6(a) tad-Direttiva 2003/41/KE, in-negozji tal-istituzzjonijiet tal-provvista ta' rtirar okkupazzjonali skont l-Artikolu 3 ta' dik id-Direttiva, il-provvista ta' rtirar okkupazzjonali mill-impriżi tal-assigurazzjoni koperta bid-Direttiva 2002/83/KE (f'ċerti ċirkostanzi), kif ukoll entitajiet jew arranġamenti awtorizzati jew sorveljati oħra li joperaw fuq bażi nazzjonali u li l-għan primarju tagħhom huwa li jipprovdu benefiċċji tal-irtirar. L-eżenzjoni tikkonċerna d-derivattivi OTC li jistgħu jitkejlu oġġettivament bħala li jnaqqsu r-riskji tal-investiment li huma relatati direttament mas-solvenza finanzjarja tal-PSAs. Din tapplika wkoll għal entitajiet stabbiliti biex jipprovdu kumpens lill-membri ta' tali arranġamenti f'każ ta' inadempjenza, u PSAs li jiltaqgħu ma' diffikultajiet biex jissodisfaw ir-rekwiżiti tal-marġni ta' varjazzjoni (l-Artikolu 89 tal-EMIR).

Kif meħtieġ skont l-EMIR Refit, il-Kummissjoni Ewropea stabbiliet grupp ta' esperti, fosthom rappreżentanti tas-CCPs, membri tal-ikklerjar, PSAs u partijiet rilevanti oħra, biex timmonitorja l-isforzi tagħhom u tivvaluta l-progress li sar biex jinstabu soluzzjonijiet tekniċi vijabbli. Il-grupp ta' esperti, li jinkludi wkoll rappreżentanti tal-banek ċentrali, tal-Awtorità Ewropea tat-Titoli u s-Swieq (European Securities and Markets Authority, ESMA) u tal-Awtorità Ewropea tal-Assigurazzjoni u l-Pensjonijiet tax-Xogħol (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA), iltaqa' f'Ottubru 2019 kif ukoll f'April u f'Novembru 2020.

L-Artikolu 85 tal-EMIR Refit jirrikjedi li l-Kummissjoni tħejji rapporti annwali sal-estensjoni finali tal-eżenzjoni, li jivvalutaw jekk ġewx żviluppati soluzzjonijiet tekniċi vijabbli għat-trasferiment mill-PSAs ta' kollateral fi flus jew mhux fi flus bħala marġni ta' varjazzjoni u l-ħtieġa għal kwalunkwe miżura biex jiġu ffaċilitati dawk is-soluzzjonijiet tekniċi vijabbli. Ir-Regolament jistabbilixxi wkoll li l-ESMA, f'kooperazzjoni mal-Awtorità Bankarja Ewropea (European Banking Authority, EBA), mal-EIOPA u mal-BERS, għandha tippreżenta rapporti annwali lill-Kummissjoni li jivvalutaw il-kwistjoni.

L-ESMA ppreżentat l-ewwel rapport lill-Kummissjoni f'April 2020. L-ewwel Rapport tal-Kummissjoni[2], maħruġ f'Settembru 2020, kien jinkludi analiżi komprensiva tal-kwistjonijiet relatati mal-ikklerjar ċentrali mill-PSAs.

Bejn April u Ġunju 2020 l-ESMA għamlet konsultazzjoni pubblika biex tiġbor firxa wiesgħa ta' fehmiet u *data* dwar is-suġġett. Ir-riżultati tal-konsultazzjoni pubblika ġew inklużi fit-tieni rapport tal-ESMA lill-Kummissjoni f'Diċembru 2020, li tħejja f'kooperazzjoni mal-EBA, mal-EIOPA u mal-BERS.

Dan huwa t-tieni Rapport tal-Kummissjoni skont l-Artikolu 85 tal-EMIR Refit. Dan jippreżenta l-progress li sar, fuq il-bażi tad-diskussjonijiet li saru fil-grupp ta' esperti tal-Kummissjoni u tal-kontribut ipprovdut mill-ESAs u mill-BERS permezz tar-rappurtar tagħhom lill-Kummissjoni Ewropea.

2. KUNTEST

Il-pajsaġġ tal-PSA fl-UE huwa diversifikat. L-ikbar swieq tal-PSAs fl-UE jinsabu fin-Netherlands, b'proporzjon medju ta' assi għal PDG ta' 173,3 % u fid-Danimarka, b'proporzjon ta' 198,6 %, skont id-*data* ta' tmiem l-2018[3]. L-Irlanda għandha wkoll skemi simili fis-seħħ. Skont id-*data* pprovduta mill-ESMA[4], il-PSAs Olandiżi kienu jammontaw għal 70–80 % tal-ammont nozzjonali tad-derivattivi tal-fondi ta' pensjoni

[2] "Rapport tal-Kummissjoni li jivvaluta jekk ġewx żviluppati soluzzjonijiet tekniċi vijabbli għat-trasferiment mill-arranġamenti tal-iskema tal-pensjonijiet ta' kollateral fi flus jew mhux fi flus bħala marġni ta' varjazzjoni u l-ħtieġa għal kwalunkwe miżura biex jiġu ffaċilitati dawk is-soluzzjonijiet tekniċi vijabbli", COM(2020) 574 final.

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

[4] ESMA, "Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)", Diċembru 2020.

kollha tal-UE fi tmiem Marzu 2020. Il-PSAs fil-biċċa l-kbira jużaw derivattivi biex jiħħeġġjaw l-obbligazzjonijiet tagħhom minn għadd ta' riskji.

L-ewwel Rapport tal-Kummissjoni evalwa s-sitwazzjoni fir-rigward tal-ikklerjar ċentrali tal-PSA. Dan wera li, kif ħareġ mid-diskussjonijiet fil-grupp ta' esperti tal-Kummissjoni, il-ħtieġa li marġni ta' varjazzjoni jiġi depożitat f'kontanti tista' tkun problematika għall-PSAs b'mod partikolari f'kundizzjonijiet tas-suq taħt stress, meta l-opzjonijiet xiri tal-marġni ta' varjazzjoni mis-CCPs jistgħu jkunu sinifikanti. Dan l-aħħar, xi fondi ta' pensjoni bdew jikklerjaw ċentralment parti mill-portafoll tad-derivattivi tagħhom fuq bażi volontarja, tipikament bħala klijenti ta' membri tal-ikklerjar. Uħud minnhom bdew jużaw ukoll soluzzjonijiet imfassla minn ċerti CCPs[5] għall-faċilitazzjoni tal-ikklerjar ċentrali mill-PSAs, jiġifieri l-hekk imsejħa mudelli ta' aċċess "faċilitat" għall-pjattaformi tagħhom għal prodotti repo kklerjati. Dawn il-mudelli jenħtieġ li jtejbu l-kapaċità tal-PSAs li jirrikorru għas-suq repo għall-bżonnijiet ta' likwidità tagħhom[6]. It-tranżizzjoni lejn l-ikklerjar ċentrali qed tiżdied ukoll maż-żmien minħabba rekwiżiti applikabbli għan-negozjar bilaterali, li huma mistennija jżidu l-likwidità disponibbli fl-ispazju tal-ikklerjar ċentrali meta mqabbel ma' dak bilaterali [7].

Fir-Rapport ġew enfasizzati wkoll id-diffikultajiet li jistgħu jiffaċċjaw il-PSAs biex jaċċessaw is-suq repo bħala sors ta' likwidità fi żminijiet ta' stress, li jista' jkun huwa marbut ukoll mal-fatt li l-membri tal-ikklerjar mhux dejjem ikunu lesti jew kapaċi jipprovdu servizzi ta' trasformazzjoni tal-kollateral lill-PSAs f'kundizzjonijiet tas-suq taħt stress.

3. EŻITI EWLENIN TAL-KONSULTAZZJONI PUBBLIKA TAL-ESMA U DISKUSSJONIJIET OĦRAJN MAL-PARTIJIET IKKONĊERNATI

3.1 Eżiti tal-konsultazzjoni pubblika tal-ESMA

L-eżiti tal-konsultazzjoni pubblika li saret mill-ESMA fil-biċċa l-kbira kkonfermaw l-analiżi globali inkluża fl-ewwel Rapport tal-Kummissjoni u pprovdew opportunità addizzjonali biex is-sejbiet jiġu kkomplementati b'*data* kwantitattiva ulterjuri. L-ESMA rċeviet tweġibiet[8] minn firxa wiesgħa ta' partijiet ikkonċernati, fosthom maniġers tal-assi (li għandhom PSAs bħala l-klijenti tagħhom), korpi kummerċjali, kontropartijiet ċentrali. Il-firxa tal-partijiet ikkonċernati li wieġbu għall-konsultazzjoni kienet diversa, u b'hekk kien possibbli l-ġbir ta' firxa wiesgħa ta' fehmiet dwar aspetti differenti tas-soluzzjonijiet possibbli. Skont l-analiżi tal-ESMA, it-tweġibiet għall-

5 Fl-UE, Eurex Clearing stabbiliet mudell bħal dan, possibbilment flimkien ma' "aċċess iffaċilitat" għas-suq ta' prodotti tal-OTC ikklerjati. Skont l-aħjar għarfien tal-Kummissjoni, LCH SA hija wkoll fil-proċess li tiżviluppa soluzzjoni ta' "aċċess faċilitat". Ara COM(2020) 574 final.

6 Ftehim ta' riakkwist ("repo") huwa ftehim għall-bejgħ ta' titoli bi prezz partikolari kkombinat ma' ftehim għar-riakkwist ta' dawn it-titoli bi prezz miftiehem f'data aktar tard. Is-suq repo jlaqqa' ditti li jipprovdu kollateral bi skambju għall-flus ma' ditti li jipprovdu flus bi skambju għall-kollateral.

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

8 L-ESMA rċeviet 19-il tweġiba individwali jew ta' korp kummerċjali, fosthom 2 kunfidenzjali, u risposta konġunta minn 10 partijiet ikkonċernati mill-industrija tal-fondi ta' pensjonijiet.

konsultazzjoni jikkonfermaw li maġġoranza kbira tal-partijiet ikkonċernati qed jistennew sitwazzjoni li fiha l-PSAs ikunu jistgħu jikklerjaw ċentralment u li l-maġġoranza tal-PSAs jixtiequ jikklerjaw.

Il-konsultazzjoni kkonfermat li xi PSAs diġà qed jikklerjaw b'mod volontarju parti mill-portafoll tagħhom, inkluż biex jevitaw li jkunu soġġetti għar-regoli dwar il-marġni inizjali f'każ ta' negozji bilaterali. Jagħmlu dan bħala klijenti tal-membri tal-ikklerjar. F'ċerti każijiet, il-PSAs jagħmlu użu wkoll mill-aċċess faċilitat għas-swieq tal-prodotti repo kklerjati offruti minn ċerti CCPs. Skont id-*data* rrapportata lill-ESMA mill-Bank Nazzjonali Olandiż[9], ir-rati tal-ikklerjar għas-swaps ta' rati tal-imgħax (interest rate swaps, IRS) tal-EURIBOR u tal-LIBOR għall-fondi ta' pensjoni Olandiżi fit-tielet kwart tal-2020 ammontaw għal medja ta' 22 % għall-fondi ta' pensjoni kbar (li jvarjaw bejn 3 u 26 %), medja ta' 25 % għall-fondi ta' pensjoni medji (li jvarjaw bejn 0 u 46 %) u medja ta' 37 % għall-fondi ta' pensjoni żgħar (li jvarjaw bejn 0 u 100 %). Id-*data* turi varjabbiltà wiesgħa fost id-ditti. Fid-Danimarka, skont l-analiżi tad-Danmarks Nationalbank, il-PSAs Daniżi jikklerjaw madwar 42 % tad-derivattivi tar-rati tal-imgħax tagħhom għand CCP — ukoll b'varjabbiltà konsiderevoli bejn id-ditti.

Il-PSAs iqisu li hemm benefiċċji fl-ikklerjar ċentrali, irrispettivament mill-obbligu li jmiss li jagħmlu dan. Skont l-ESMA, il-vantaġġ ewlieni li jikkwotaw huwa l-likwidità li tikkaratterizza l-prodotti kklerjati, l-effiċjenzi tal-eżekuzzjoni u kunsiderazzjonijiet oħra tal-kost. Uħud minn dawk li wieġbu għall-konsultazzjoni pubblika indikaw li l-PSAs diġà qed jesperjenzaw differenza fil-kost bejn il-kuntratti bilaterali u dawk ikklerjati ċentralment. Irrappurtaw li l-eżekuzzjoni ta' IRS bilaterali ta' 30 snin b'ammont nominali ta' 50 miljun jista' jkollha kost marġinalment ogħla mill-eżekuzzjoni ta' IRS ta' 30 sena kklirjat ċentralment, u li x-xoljiment ta' tal-ewwel jista' jkun aktar għali.

Il-konsultazzjoni kkonfermat ukoll li l-isfida ewlenija fir-rigward tal-ikklerjar ċentrali għall-PSAs hija l-kwistjoni tal-marġni ta' varjazzjoni f'kontanti. Sfidi oħrajn li ssemmew jinkludu l-kost tal-ikklerjar, li jkun marbut mal-ammont ta' kapital li l-banek huma meħtieġa jżommu skont ir-regoli dwar il-kapital tal-banek fil-konfront tal-pożizzjonijiet tal-klijenti; il-possibbiltà għall-membri tal-ikklerjar li jitterminaw il-kuntratti mal-klijenti tagħhom fi żmien qasir[10] u l-kwistjonijiet li jistgħu jiltaqgħu magħhom il-PSAs jekk il-pożizzjonijiet il-kbar tagħhom ikollhom jiġu ttrasferiti lil membru tal-ikklerjar ieħor. Madankollu, għandu jiġi nnotat li fl-ispazju tal-ikklerjar bilaterali l-PSAs jistgħu jkunu esposti wkoll għall-inadempjenza tal-kontropartijiet tan-negozjar tagħhom.

B'mod ġenerali, il-parteċipanti fil-konsultazzjoni jaqblu li s-soluzzjoni għall-kwistjoni tal-ikklerjar ċentrali tal-PSAs jenħtieġ li toħloq bilanċ tajjeb bejn l-objettivi tar-reżiljenza tas-sistema finanzjarja u li l-pensjonanti ma jġarrbux kostijiet sproporzjonati, u jenħtieġ li tkun taħdem f'kundizzjonijiet tas-suq normali kif ukoll taħt stress.

[9] Fuq il-bażi tad-*data* tar-rapportar tal-EMIR.

[10] Fil-kuntratti tal-ikklerjar tal-klijenti spiss tkun inkluża klawżola ta' avviż ta' terminazzjoni ta' 90 jum.

3.2 Impatt potenzjali tal-migrazzjoni lejn ikklerjar ċentrali obbligatorju

L-informazzjoni kwantitattiva miġbura mill-ESMA permezz tal-konsultazzjoni pubblika tipprovdi ħarsa ġenerali tal-impatt potenzjali tal-ikklerjar ċentrali għall-PSAs fir-rigward: i) tal-marġni inizjali; ii) tal-allokazzjoni tal-kontanti; iii) tat-tnaqqis tar-rendita; u iv) tal-impatt fuq il-likwidità f'każ ta' stress.

i) Impatt fuq il-marġni inizjali

Skont studju tal-2018 mill-ISDA u PensionsEurope, mandat tal-ikklerjar għall-fondi ta' pensjoni Olandiżi u Daniżi jżid il-marġni inizjali kklerjat b'madwar EUR 7,4 biljun kieku kellhom jiġu kklerjati biss negozji ġodda, b'EUR 26 biljun kieku kellhom jiġu kklerjati 50 % tal-back-book, u b'EUR 44 biljun kieku kellu jiġi kklerjat il-back-book kollu[11].

Barra minn hekk, il-PSAs kbar jistgħu jiġu vvalutati bħala kontributuri tar-riskju kbar mis-CCPs, peress li spiss ikollhom pożizzjonijiet ta' swap unidirezzjonali. Wieħed minnhom irrapporta lill-ESMA li s-supplimentazzjoni addizzjonali tal-likwidità fuq il-marġni inizjali tista' tkun tant sinifikanti li jista' jikkunsidra li jistabbilixxi limitu fuq l-għadd ta' swaps li jkun jista' jikklerja[12].

ii) Impatt fuq l-allokazzjonijiet tal-kontanti

L-iskadenza tal-eżenzjoni tal-ikklerjar ċentrali tista' tobbliga lill-PSAs biex iwarrbu l-flus biex ikunu jistgħu jittrattaw appelli potenzjali għall-marġni. F'każ ta' skoperturi għar-riskji minn derivattivi, dan inaqqas ir-riskju ta' kreditu tal-kontroparti, imma fl-istess ħin iżid ir-riskju tal-likwidità. Fl-ambjent prevalenti b'rendiment baxx, iż-żamma ta' flus u assi likwidi oħra saret dejjem aktar għalja. F'każ ta' fondi tal-investiment, dan kien inċentiv għalihom biex inaqqsu dawn il-parteċipazzjonijiet[13]. Il-konsultazzjoni pubblika indikat li waqt li xi fondi ta' pensjoni jżommu madwar 2 % tal-assi fi flus, oħrajn għandhom allokazzjoni strateġika ta' żero għall-flus. Ir-rapport tal-ESMA, ibbażat fuq ir-rispons għall-konsultazzjoni pubblika, juri li jekk PSA jrid jissodisfa 99,8 % tal-opzjonijiet call tal-marġni ta' varjazzjoni, u jekk jiġi preżunt li 30 % tal-allokazzjoni ta' kontanti tiegħu tkun disponibbli fuq perjodu ta' ġurnata, dan ikollu jalloka 7,8 % tal-assi tiegħu għal portafoll tal-kontanti. Dan l-ammont jiżdied għal 10,9 % jekk ikun irid jissodisfa 99,95 % tal-opzjonijiet call tal-marġni ta' varjazzjoni, u jonqos għal 5,3 % jekk ikun irid jissodisfa 99 % tal-opzjonijiet call.

iii) Tnaqqis potenzjali fir-rendimenti

Allokazzjoni addizzjonali għall-kontanti mill-PSAs biex jissodisfaw l-appelli għall-marġni tkun tfisser tnaqqis fir-rendimenti annwali. Ir-rapport tal-ESMA jissuġġerixxi li jekk PSA jkollu jalloka bejn 5 % u 10 % tal-portafoll tal-investiment tiegħu għall-kontanti, it-tnaqqis li jirriżulta fir-rendimenti annwali jista' jkun bejn madwar 0,17 % u

11 PensionsEurope u 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 (No. 2)", Diċembru 2020.

13 Il-BĊE, "Financial Stability Review", Mejju 2020.

0,33 % fis-sena fl-ambjent attwali ta' rati tal-imgħax baxxi (b'rendimenti ta' madwar 3,17 %)[14]. Jekk minflok jitqiesu r-redditi storiċi (madwar 6 % għas-settur tal-pensjonijiet Olandiż fl-aħħar 15-il sena, skont id-*data* tal-OECD), it-tnaqqis ikun bejn 0,3 % u 0,6 %.

Maniġers oħra tal-assi li wieġbu għall-konsultazzjoni rrapportaw li l-klijenti tal-PSA tagħhom diġà għandhom riżerva ta' flus imdaqqsa u għalhekk il-kostijiet li jġarrbu f'każ ta' finanzjament ta' domanda temporanja għal likwidità għolja jkunu baxxi ħafna.

F'dan ir-rigward jenħtieġ li wieħed iżomm f'moħħu li l-fondi ta' pensjoni x'aktarx li se jiffaċċjaw perjodu twil ta' redditi baxxi u jaf isibuha diffiċli li jlaħħqu mar-redditi storiċi. Anki jekk l-azzjoni reċenti tal-politika monetarja mill-banek ċentrali reġġgħet lura t-tnaqqis sinifikanti tal-prezzijiet tal-assi, il-fondi ta' pensjoni x'aktarx li jiffaċċjaw rati tal-imgħax aktar baxxi fuq perjodu medju u twil. L-isfida se tkun li jintlaħqu r-redditi storiċi f'ambjent potenzjalment volatili u b'rati tal-imgħax baxxi. F'xenarju bħal dan, anki tnaqqis moderat fir-rendiment jista' jkollu impatt sfavorevoli fuq ir-redditi għall-pensjonanti. Pereżempju, analiżi tal-BĊE[15] turi li jekk l-ambjent attwali tar-rata tal-imgħax ikompli, fil-każ tal-assiguraturi l-introjtu medju tal-kupuni huwa pproġettat li jonqos minn 2,8 % fl-2019 għal 1,7 % fl-2030, hekk kif jimmaturaw it-titoli li jagħtu redditi ogħla. Ir-rati garantiti huma wkoll stmati li jonqsu.

iv) <u>Impatt fuq il-likwidità f'każ ta' stress</u>

Fl-ewwel Rapport tal-Kummissjoni[16], li rrapporta *data* li ġiet ippreżentata fi studju tal-2014 ta' Europe Economics and Bourse Consult u minn analiżijiet reċenti tal-Eurosistema dwar il-kwistjoni[17], kienu diskussi l-bżonnijiet ta' likwidità tal-PSAs biex jissodisfaw il-marġni ta' varjazzjoni f'xenarju ta' stress ibbażat fuq bidla ta' 1 % fir-rati. Żieda fir-rati tal-imgħax twassal għal opzjonijiet call tal-marġni ta' varjazzjoni tas-CCP fuq il-portafolli tal-iswaps tar-rati tal-imgħax tal-fondi ta' pensjoni. Bl-użu tal-fondi ta' pensjoni Olandiżi bħala eżempju (dawn iżommu madwar 89 % tal-IRSs tal-fondi ta' pensjoni taż-żona tal-euro, skont id-*data* disponibbli għall-Eurosistema), l-Eurosistema għamlet simulazzjoni tal-impatt ta' ċaqliq parallel ta' +100 punt bażi f'ġurnata waħda fil-kurva tar-rendiment. Fix-xenarju ta' kriżi simulat, l-opzjonijiet call tal-marġni ta' varjazzjoni fuq is-swaps tar-rati tal-imgħax miżmuma mill-fondi ta' pensjoni Olandiżi jistgħu jkunu bejn EUR 36 biljun u EUR 47 biljun, li jirriżultaw f'nuqqas aggregat ta' flus ta' bejn EUR 6 biljun u EUR 15-il biljun (għall-fondi ta' pensjoni taż-żona tal-euro kollha l-ammont jista' jkun sa EUR 17-il biljun). Jekk titqies l-istima tal-livell superjuri, 55 % tal-fondi ta' pensjoni Olandiżi ma jkollhomx biżżejjed flus biex ikopru r-rikjesti tal-marġni ta' varjazzjoni tagħhom. Dan id-defiċit ikun ikkonċentrat f'għadd żgħir ta' fondi b'pagamenti relattivament baxxi ta' marġni ta' varjazzjoni.

[14] Mit-tweġibiet għall-konsultazzjoni tal-ESMA.
[15] Il-BĊE, "Financial Stability Review", Mejju 2020.
[16] COM(2020) 574 final tat-23 ta' Settembru 2020.
[17] Il-BĊE, "Financial Stability Review", Mejju 2020.

It-tweġibiet għall-konsultazzjoni pubblika tal-ESMA f'dan ir-rigward juru li, f'xenarju ta' ċaqliq ta' 100 punt bażi fir-rati, ir-rekwiżit tal-marġni ta' varjazzjoni fi flus ikun jammonta għal madwar EUR 95 biljun fil-PSAs Olandiżi, Daniżi u Irlandiżi li jużaw l-iswaps.

Waqt it-taqlib reċenti fis-suq minħabba l-COVID-19, ir-rikjesti ta' kuljum tal-marġni ta' varjazzjoni fuq l-iskoperturi tad-derivattivi tal-fondi żdiedu b'ħames darbiet[18]. Bl-użu tal-fondi ta' investiment bħala eżempju u fuq il-bażi tar-rapportar parzjali tal-marġni ta' varjazzjoni fid-*data* tal-EMIR, ir-rikjesti ta' kuljum tal-marġni ta' varjazzjoni fir-rigward ta' fondi taż-żona tal-euro żdiedu minn madwar EUR 2 biljun fl-ewwel nofs ta' Frar 2020 għal aktar minn EUR 10 biljun fil-ġimgħa li bdiet fis-16 ta' Marzu 2020. L-akbar żieda — b'madwar 6,5 darbiet — kienet irrapportata f'portafolli magħmula minn derivattivi ta' ekwità, segwiti minn derivattivi tar-rata tal-imgħax (żieda ta' ħames darbiet) — li huma dawk miżmuma tipikament mill-PSAs — u portafolli tal-munita (żieda ta' erba' darbiet). Hemm evidenza li biex jiġu ssodisfati l-appelli għall-marġni xi assiguraturi u fondi ta' pensjoni fiż-żona tal-euro llikwidaw ishma f'fondi tas-suq monetarju.

Jidher li għadd sostanzjali ta' fondi ta' investiment fiż-żona tal-euro ffaċċjaw strapazzi tal-likwidità minħabba ħafna appelli għall-marġni, imma ġeneralment kienu kapaċi jissodisfawhom[19]. It-tnaqqis fir-rati tal-imgħax u l-programmi ta' xiri tal-bonds mill-banek ċentrali kkontribwew għall-insulazzjoni tal-parteċipanti fis-suq, inklużi l-fondi ta' pensjoni, minn xi wħud mill-agħar impatti potenzjali tal-kriżi. Barra minn hekk, jidher li l-fondi jistgħu jiġbru l-flus waqt it-taqlib billi jinvolvu ruħhom fi tranżazzjonijiet ta' riakkwist, bil-bejgħ ta' assi (eż. ishma fil-fondi tas-suq monetarju) jew bil-ġbid minn linji ta' kreditu. Madankollu, kif muri fl-ewwel rapport tal-Kummissjoni, kien irrapportat strapazz fl-aċċess għal-likwidità għall-fondi ta' pensjoni.

Fl-analiżi ta' hawn fuq, jekk wieħed jassumi li l-PSAs jistgħu jiksbu l-flus addizzjonali li jkollhom bżonn skont ix-xenarju ta' kriżi rappreżentat permezz tas-suq repo, il-bżonn ta' likwidità tal-PSAs taż-żona tal-euro jibqa' żgħir meta mqabbel mal-ammont tat-tranżazzjonijiet ta' retroriakkwist pendenti (indikatur għad-daqs tas-suq repo Ewropew). F'Diċembru 2019, it-tranżazzjonijiet ta' retroriakkwist kienu jammontaw għal madwar EUR 1,9 triljun. Jekk wieħed jassumi li l-bżonn ta' self tal-PSAs l-oħra taż-żona tal-euro huwa simili għal dak tal-PSAs Olandiżi, il-bżonn tas-self ta' flus għall-PSAs kollha taż-żona tal-euro x'aktarx li jibqa' taħt it-2 % tat-tranżazzjonijiet ta' retroriakkwist pendenti totali[20].

[18] Il-BĊE, "Financial Stability Review", Mejju 2020.
[19] Il-BĊE, "Financial Stability Review", Mejju 2020.
[20] COM(2020) 574 final tat-23 ta' Settembru 2020.

Skont l-ESMA, u kif irrapportat ukoll mill-ICMA[21], fil-bidċa l-kbira tiegħu s-suq repo tal-UE żamm sod matul it-taqlib fis-suq minħabba l-COVID-19. Madankollu, is-swieq ta' riakkwist iffaċċjaw xi kundizzjonijiet avversi fl-eqqel tal-kriżi fi Frar/Marzu, billi d-domanda għar-repo żdiedet u l-kapaċità tan-negozjanti li jintermedjaw dik id-domanda kienet relattivament limitata[22]. Dan seta' llimita l-kapaċità ta' ħafna ditti li jaċċessaw is-suq repo, li kien meħtieġ għall-ġestjoni tal-likwidità u tal-kollateral ta' dakinhar. Skont xi sorsi, suq monetarju illikwidu fixkel l-intermedjazzjoni tal-likwidità mill-banek għal entitajiet mhux bankarji[23]. Kollox ma' kollox, kif irrapportat mill-ESMA, is-swieq ta' riakkwist ikklerjati operaw b'mod effiċjenti u effettiv matul il-kriżi, u pprovdew aċċess kontinwu għall-prodotti tad-derivattivi — anki jekk mhux mingħajr żidiet fl-appelli għall-marġni.

Fil-futur, is-swieq ta' riakkwist x'aktarx li jkomplu jkollhom rwol ċentrali fl-ilħuq tal-isfida tal-ikklerjar ċentrali; madankollu, il-parteċipazzjoni tal-fondi ta' pensjoni fis-swieq ta' riakkwist fl-Ewropa għadha dgħajfa, speċjalment meta mqabbla mal-Istati Uniti[24].

3.3 Inizjattivi proposti fil-konsultazzjoni pubblika

Għall-promozzjoni tal-progress lejn l-ikklerjar ċentrali għall-PSAs, dawk li wieġbu l-konsultazzjoni pubblika pproponew xi inizjattivi, kif muri fir-rapport tal-ESMA. Dawn l-inizjattivi fil-bidċa l-kbira għandhom l-għan li jtejbu s-soluzzjonijiet użati bħalissa mill-PSAs biex jikklerjaw ċentralment, jiġifieri l-ikklerjar tal-klijenti u l-mudelli ta' aċċess faċilitat tas-CCPs. Il-passi li jmiss ta' dawn l-inizjattivi jenħtieġ li jikkonċentraw fuq dawn iż-żewġ soluzzjonijiet.

F'dak li jirrigwarda l-ikklerjar tal-klijenti, l-input inkluż fir-rapport tal-ESMA u d-diskussjonijiet fil-grupp ta' esperti tal-Kummissjoni juru li t-titjib tal-kapaċità tal-membri tal-ikklerjar li jipprovdu servizzi ta' trasformazzjoni tal-kollateral lill-klijenti diretti tagħhom ikun ta' benefiċċju għat-titjib tal-aċċess tal-PSAs għal-likwidità meta jkun meħtieġ. Il-banek huma f'pożizzjoni tajba biex jiffaċilitaw it-trasformazzjoni tal-kollateral u ilhom jagħmlu dan għal żmien twil.

Kif indikat fir-rapport tal-ESMA, il-banek ġibdu l-attenzjoni għal xi limiti li jagħmluha aktar diffiċli għalihom u għall-PSAs biex jappoġġaw l-obbligu tal-ikklerjar għall-PSAs: dawn huma relatati b'mod partikolari mal-proporzjon ta' ingranaġġ, mal-assi ppeżati għar-riskju, u mal-finanzjament. B'mod partikolari, kif jixhed ir-rapport tal-ESMA fuq il-bażi tal-konsultazzjoni pubblika, trattament tal-kapital aktar favorevoli għar-repos/għar-retroriakkwist jista' jistimula l-attività repo.

---

21 L-Assoċjazzjoni Internazzjonali tas-Suq Kapitali, "The European repo market and the Covid-19 crisis", April 2020.

22 L-Assoċjazzjoni Internazzjonali tas-Suq Kapitali, "The European repo market and the Covid-19 crisis", April 2020.

23 D'Avernas, A., Vandeweyer, Q. u Darracq Pariès, M. (2020), "Unconventional monetary policy and funding liquidity risk", Working Paper Series No 2350.

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

Xi PSAs kbar diġà qed jużaw il-mudelli ta' aċċess faċilitat offruti mis-CCPs għall-aċċess għas-suq repo kklerjat. Skont is-CCPs li pparteċipaw fil-konsultazzjoni pubblika, soluzzjoni bħal din tkun tirrikjedi sinjal ċar mir-regolaturi, permezz ta' emendi regolatorji u data tat-tmiem ċara għall-eżenzjoni mill-ikklerjar, biex soluzzjoni bħal din tkun adottata b'mod mifrux. Xi maniġers tal-assi b'PSAs kbar bħala klijenti rrapportaw li dawn it-tipi ta' mudelli huma mezz inkoraġġanti, u wħud mir-rispondenti indikaw l-affidabbiltà tas-swieq ta' riakkwist ikklerjati tal-UE matul is-snin fir-rigward tal-likwidità disponibbli, anki fi żminijiet ta' stress. Jista' jsir xi titjib operazzjonali ulterjuri fir-rigward ta' dawn is-soluzzjonijiet tas-CCP sabiex jiġu ssodisfati aħjar il-ħtiġijiet tal-PSAs: fuq in-naħa tas-CCP, mill-konsultazzjoni ħareġ li jista' jiġi previst titjib ulterjuri.

Għalhekk ġew proposti għadd ta' miżuri regolatorji mir-rispondenti tal-konsultazzjoni. B'mod partikolari jissemmew il-proposti li ġejjin mill-partijiet ikkonċernati fir-rapport tal-ESMA:

- Trattament aktar favorevoli tar-repos/tar-retroriakkwist fil-kuntest tal-proporzjon ta' ingranaġġ;
- Metodoloġija rikalibrata għall-kalkolu tal-proporzjon ta' ingranaġġ, biex ikun evitat l-aġġustament tal-bilanċi mill-banek fi skadenzi speċifiċi tar-rapportar matul is-sena[25];
- Li jitqies l-istabbiliment ta' kategorija speċifika ta' skoperturi għall-fondi ta' pensjoni, b'piżijiet tar-riskju mnaqqsa (li jirriflettu aħjar l-affidabbiltà kreditizja għolja tagħhom);
- Li jiġi indirizzat speċifikament ir-rwol tal-aġenti tal-ikklerjar (il-banek li jippermettu lill-PSAs jaċċessaw is-CCPs fil-kuntest tal-mudelli ta' aċċess faċilitat) fir-regolamentazzjoni bankarja;
- Fil-qafas tas-Solvibbiltà II jista' jiġi kkunsidrat li l-PSAs u l-kumpaniji tal-assigurazzjoni li huma membri diretti ta' CCP jingħataw trattament preferenzjali fil-kuntest tal-mudelli ta' aċċess faċilitat, bħal dak disponibbli għall-membri tal-ikklerjar fil-qafas tas-CRR;
- Bidliet regolatorji oħra li jikkonċernaw il-UCITS u l-AIFs, bil-għan li jinkoraġġixxu l-ikklerjar ċentrali għan-naħa tax-xerrej.

Barra minn hekk, il-BERS għamel proposti biex jittejjeb il-qafas tar-riskju tal-likwidità inkluż għall-PSAs, anki bl-istabbiliment ta' riżervi ta' likwidità speċifiċi f'ċerti każijiet.

4. KONKLUŻJONI

Skont l-EMIR Refit, l-eżenzjoni tal-ikklerjar ċentrali tiskadi f'Ġunju 2021 u tista' tkun estiża darbtejn mill-Kummissjoni Ewropea, permezz ta' atti delegati, b'sena kull darba.

L-analiżi komprensiva tal-Kummissjoni Ewropea dwar il-kwistjonijiet ewlenin b'rabta mal-ikklerjar ċentrali tal-PSAs kif deskritti fl-ewwel Rapport maħruġ f'Settembru 2020

[25] F'dan ir-rigward għandu jiġi nnotat li l-Kumitat ta' Basel dwar is-Superviżjoni Bankarja u l-awtoritajiet tal-UE reċentement ħadu azzjoni biex jindirizzaw din il-kwistjoni, billi jtejbu r-rekwiżiti ta' żvelar tal-proporzjon ta' ingranaġġ. Dawn id-dispożizzjonijiet se jiġu applikati mill-banek tal-UE minn Ġunju 2021.

huma ġeneralment ikkonfermati mir-riżultati tal-konsultazzjoni pubblika tal-ESMA. Din il-konsultazzjoni pprovdiet ukoll xi għarfien kwantitattiv ulterjuri.

Fl-aħħar snin sar progress fir-rigward tal-ikklerjar ċentrali għall-PSAs, u tassew, kif deskritt, il-PSAs qed jimxu parzjalment lejn ikklerjar ċentrali fuq bażi volontarja. Dan huwa wkoll ir-riżultat ta' diversi forzi regolatorji u tas-suq.

Madankollu, sabiex isir aktar progress lejn xenarju ta' kklerjar ċentrali sostenibbli għall-PSAs, il-Kummissjoni hija tal-fehma li l-estensjoni tal-eżenzjoni għall-PSAs tkun meħtieġa għal diversi raġunijiet. L-ewwel nett, din tkun toffri l-possibbiltà li jkun hemm aktar irfinar fil-mudelli ta' aċċess faċilitat tas-CCPs. It-tieni, din tkun tippermetti valutazzjoni aktar fil-fond tal-adegwatezza u tal-fattibbiltà tal-introduzzjoni ta' kwalunkwe bidla regolatorja potenzjali li tista' tappoġġa soluzzjoni tal-ikklerjar ċentrali mandatorju. It-tielet, din tkun tippermetti li jimmaturaw soluzzjonijiet alternattivi hekk kif is-swieq monetarji xorta jistgħu jkunu volatili waqt li r-riperkussjonijiet ekonomiċi tal-pandemija tal-COVID-19 jiżviluppaw. Jidher li jkun prematur jekk l-eżenzjoni mill-obbligu tal-PSAs tal-ikklerjar titħalla tiskadi f'Ġunju 2021, b'mod partikolari minħabba li xorta jista' jkun hemm tħassib dwar id-disponibbiltà tal-likwidità fis-sistema biex tiġi ssodisfata d-domanda għall-marġni ta' varjazzjoni. Finalment, estensjoni tkun konformi mal-parir mogħti mill-ESMA, f'kooperazzjoni mal-EBA, mal-EIOPA u mal-BERS.

Għaldaqstant, il-Kummissjoni qed tipproponi li tadotta att delegat li jkun jestendi l-eżenzjoni mill-ikklerjar ċentrali sa Ġunju 2022.

Fix-xhur li ġejjin, id-DĠ FISMA se jkompli jesplora u jivvaluta aktar fil-fond is-soluzzjonijiet u l-proposti differenti mressqa mill-partijiet ikkonċernati tal-industrija, f'kooperazzjoni mal-grupp ta' esperti dedikat u mas-servizzi rilevanti tal-Kummissjoni.