COMISIA
EUROPEANĂ

Bruxelles, 3.2.2015
COM(2015) 39 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, de evaluare a progreselor și a eforturilor realizate de contrapărțile centrale pentru dezvoltarea de soluții tehnice care să permită sistemelor de pensii să transfere garanții nemonetare ca marje de variație, precum și a necesității adoptării de măsuri pentru facilitarea unei astfel de soluții

1. INTRODUCERE

Regulamentul (UE) nr. 648/2012 privind instrumentele financiare derivate extrabursiere, contrapărțile centrale și registrele centrale de tranzacții (denumit în continuare „Regulamentul EMIR") a fost publicat în Jurnalul Oficial al Uniunii Europene (UE) la 27 iulie 2012 și a intrat în vigoare la 16 august 2012.

În conformitate cu Regulamentul EMIR, instrumentele financiare derivate extrabursiere standardizate (adică cele care îndeplinesc anumite criterii de eligibilitate predefinite, inclusiv un grad ridicat de lichiditate), vor face obiectul unei cerințe de compensare centrale obligatorii și trebuie să fie compensate prin intermediul unor contrapărți centrale (CPC).

CPC sunt entități care intervin între cele două contrapărți ale unei tranzacții, devenind astfel „cumpărător pentru toți vânzătorii" și „vânzător pentru toți cumpărătorii". În calitate de contraparte pentru fiecare poziție, CPC suportă riscul de contraparte atunci când una dintre contrapărțile sale nu își mai poate îndeplini obligațiile.

CPC sunt concepute astfel încât să poată face față situației în care un membru compensator sau un client nu își poate îndeplini obligațiile, în principal prin utilizarea frecventă și conservatoare a cerințelor privind garanțiile – sau a „cerințelor de marjă" – care sunt calculate pentru a acoperi orice pierdere potențială în cazul unei situații de neîndeplinire a obligațiilor. CPC acceptă numai active foarte lichide, de obicei, numerar, ca garanție pentru a răspunde apelurilor în marja de variație (MV), cu scopul de a permite o lichidare rapidă în cazul neîndeplinirii obligațiilor.

În multe state membre, sistemele de pensii (SP)[i] sunt participanți activi pe piețele instrumentelor financiare derivate extrabursiere. Cu toate acestea, în general, SP își reduc la minimum pozițiile de numerar, deținând în schimb investiții cu randament mai mare, cum ar fi titlurile de valoare, pentru a asigura o rentabilitate mare în favoarea beneficiarilor lor, pensionarii. Faptul că CPC nu pot accepta active nemonetare ca garanții pentru a răspunde apelurilor în MV înseamnă că SP ar trebui să genereze lichidități pe termen scurt, fie prin împrumutarea de numerar, fie prin vânzarea altor active pentru a răspunde apelurilor în marjă ale CPC. În prezent, acest lucru nu este valabil în cadrul relațiilor bilaterale, în care SP pot depune active nemonetare la contrapărțile lor bilaterale, în măsura în care este necesară o marjă. Menținerea unei astfel de rezerve de numerar generează costuri de oportunitate ridicate pentru SP din cauza nivelului scăzut al dobânzii aferente garanțiilor în numerar. Costurile aferente compensării centrale ar reduce astfel, în ultimă instanță, veniturile din pensie ale pensionarilor în cauză, dacă SP ar avea obligația de a depune numerar pentru a răspunde apelurilor în MV.

Prin urmare, Comisia, Consiliul și Parlamentul au convenit să acorde o exceptare, pentru o perioadă tranzitorie de trei ani, de la obligația de compensare pentru SP care îndeplinesc anumite criterii[ii], astfel cum prevăzute la articolul 89 alineatul (1) din

Regulamentul EMIR. Exceptarea poate fi prelungită cu până la trei ani în total. Această perioadă de tranziție a fost prevăzută explicit în Regulamentul EMIR, în scopul de a oferi CPC mai mult timp pentru a găsi soluții tehnice care să permită transferul de garanții nemonetare ca răspuns la apelurile în MV.

2. SCOPUL RAPORTULUI

În conformitate cu articolul 85 alineatul (2) din Regulamentul EMIR, obiectivul prezentului raport este de evalua progresele și eforturile realizate de CPC pentru dezvoltarea de soluții tehnice care să permită SP să transfere garanții nemonetare ca MV, precum și necesitatea unor măsuri care să faciliteze aceste soluții.

La articolul 85 alineatul (2) din Regulamentul EMIR se prevede, de asemenea, că în cazul în care Comisia consideră că nu au fost depuse eforturile necesare pentru dezvoltarea unor soluții tehnice adecvate de către CPC și că efectele negative ale compensării la nivel central a contractelor cu instrumente financiare derivate asupra prestațiilor la pensie ale viitorilor pensionari rămân neschimbate, Comisia este împuternicită să adopte acte delegate în conformitate cu articolul 82 pentru a prelungi perioada de trei ani menționată la articolul 89 alineatul (1), o dată cu doi ani și, încă o dată, cu un an.

Pentru a evalua pe deplin situația actuală, Comisia a comandat un studiu de referință care să evalueze dacă CPC au depus eforturile necesare pentru a dezvolta soluții tehnice adecvate care să permită SP să transfere garanții nemonetare ca MV. Acest studiu de referință a prezentat, de asemenea, o analiză a soluțiilor posibile și alternative. În sfârșit, studiul de referință a analizat impactul eliminării exceptării în lipsa unei soluții, calculând reducerea veniturilor din pensii ale pensionarilor care beneficiază de SP afectate[iii].

În conformitate cu articolul 85 alineatul (2), Comisia Europeană s-a consultat cu Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe și cu Autoritatea Europeană de Asigurări și Pensii Ocupaționale în cadrul procesului de elaborare a prezentului raport.

3. EFORTURILE DEPUSE DE CPC

3.1. UN SERVICIU „REPO” PENTRU SP

Până acum, numai o CPC a demonstrat eforturi notabile în ceea ce privește dezvoltarea unei soluții pentru depunerea de active nemonetare ca răspuns la apelurile în MV.

CPC în cauză dezvoltă în mod activ un serviciu (denumit în continuare „serviciul repo pentru SP”[iv]) care ar putea satisface nevoile SP de a utiliza active nemonetare pentru a răspunde apelurilor în MV care necesită numerar.

Serviciul propus ar permite unei game limitate de participanți pe piață, alții decât dealerii, (inclusiv SP) să devină membri ai serviciului său de tranzacționare și de compensare a operațiunilor reversibile (repo). În cadrul unei operațiuni repo, una dintre părți vinde un activ (de obicei, titluri de valoare cu venit fix) unei alte părți și se angajează să răscumpere, la o dată ulterioară, activul respectiv la un preț stabilit. Activul servește drept garanție și atenuează riscul de contraparte pe care îl suportă cumpărătorul față de vânzător. Operațiunile repo sunt, prin urmare, un mijloc prin care SP își transformă activele nemonetare existente în numerarul impus de CPC pentru a răspunde apelurilor în MV, păstrându-și în același timp dreptul de proprietate asupra activelor pe termen lung, precum și randamentul investiției în aceste active, care are o importanță critică. Prin intermediul serviciului repo pentru SP propus, SP ar încheia operațiuni repo cu alți participanți de pe piață care sunt membri ai serviciului de tranzacționare, utilizând titlurile de valoare pe care le dețin deja în cadrul operațiunilor lor curente de investiții. Aceste operațiuni ar fi efectuate prin intermediul platformei de tranzacționare a operațiunilor repo de care dispune CPC și ar fi compensate automat prin serviciul său de compensare. Numerarul obținut în urma operațiunilor repo poate fi depus, ulterior, la CPC ca răspuns la apelurile în MV. Operațiunile repo în sine ar fi compensate prin CPC și, prin urmare, riscul de contraparte pe care îl suportă SP în legătură cu această operațiune ar fi atenuat de către CPC.

Acest serviciu ar permite SP să execute operațiuni repo și, în același timp, să își centralizeze gestionarea pozițiilor în cadrul CPC și să își atenueze orice risc rezidual de contraparte bilaterală care derivă din operațiunile repo, tratând cu CPC în locul contrapărții repo.

Dat fiind că serviciul repo pentru SP este încă în curs de dezvoltare, anumite aspecte importante cu privire la viabilitatea unui astfel de serviciu rămân, în acest stadiu, sub semnul întrebării. Astfel cum se explică în detaliu în secțiunea 4.3 de mai jos, se consideră că piețele operațiunilor repo bilaterale ar putea dispune de capacități insuficiente pentru ca SP să poată obține numerarul necesar pentru a răspunde apelurilor în MV lansate de CPC în perioadele de tensiuni pe piață. Prin urmare, există incertitudini cu privire la posibilitatea ca piețele repo compensate să ofere capacitățile suplimentare de care au nevoie SP. Posibilitatea ca băncile furnizoare de lichidități în cadrul operațiunilor repo să elimine riscurile bilaterale generate de tranzacțiile lor și să trateze, în schimb, cu CPC poate avea ca efect reducerea cerințelor de capital, ceea ce ar putea fi un stimulent pentru intensificarea activităților de repo. Cu toate acestea, dezvoltarea piețelor repo, pe termen scurt spre mediu, ar putea fi influențată de alți factori de reglementare, printre care se numără inițiativele de reglementare din cadrul Acordului Basel III, precum și taxa propusă de UE pe tranzacțiile financiare și eventualele principii privind aplicarea unei marje de ajustare obligatorii elaborate de

Grupul de lucru pentru împrumutul de titluri de valoare și operațiunile repo din cadrul Consiliului pentru Stabilitate Financiară. Este posibil ca piețele repo să devină mai puțin atractive pentru furnizorii de lichidități și, prin urmare, să se contracte.

În plus, posibilitatea ca totalitatea sau chiar majoritatea SP care întâmpină dificultăți în a răspunde apelurilor în VM care necesită numerar să utilizeze acest serviciu este îndoielnică. Acest lucru se datorează faptului că participanții la serviciu vor avea nevoie de acces la CPC în cadrul unui acord special de aderare, care ar impune SP obligația de a contribui la un fond special de garantare. Fondul de garantare nu ar fi utilizat pentru a acoperi pierderile altor membri compensatori, astfel cum se prevede în acordurile de aderare convenționale; s-ar recurge la acest fond pentru a acoperi numai pierderile directe generate de o eventuală incapacitate a SP însuși de a-și îndeplini obligațiile. Prin urmare, fondul nu este expus pierderilor provocate de incapacitatea altor membri compensatori de a-și îndeplini obligațiile. Cu toate acestea, fondul va presupune un angajament de a avansa garanții suplimentare, care s-ar putea să nu fie acceptabil pentru toate SP și pentru administratorii sau administratorii împuterniciți ai acestora.

În sfârșit, în acest stadiu de dezvoltare, nu se cunosc costurile pe care le-ar suporta SP pentru a utiliza potențialul serviciu repo. Este posibil ca costurile legate de efectuarea unor operațiuni repo compensate să fie mai mari decât costurile efectuării unor operațiuni repo bilaterale. Acest lucru se datorează faptului că SP vor trebui să alimenteze un fond de garantare, astfel cum este descris mai sus, precum și să plătească o taxă de compensare aferentă operațiunii. Vor exista, de asemenea, costuri de implementare pentru SP impuse de crearea unor legături operaționale cu serviciul și de acordurile juridice.

Acest serviciu potențial este încă în curs de dezvoltare. Lansarea acestuia este planificată în prima jumătate a anului 2015. Comisia va continua dialogul cu CPC în cauză și cu SP pe măsură ce serviciul va intra pe piață, cu scopul de a evalua capacitatea acestuia de a acoperi nevoile SP.

Comisia va examina, de asemenea, cu interes, capacitatea altor contrapărți centrale de a dezvolta servicii similare.

Dat fiind că serviciul propus nu a fost încă lansat, Comisia a examinat și alte soluții tehnice posibile pentru a identifica dacă există și alte măsuri care ar putea fi luate de CPC pentru a permite SP să depună active nemonetare ca răspuns la apelurile în MV. Aceste soluții tehnice posibile sunt prezentate în cele ce urmează. Se evaluează viabilitatea fiecărei opțiuni, ținând seama de obstacolele juridice, comerciale, de politică și practice, precum și de riscurile asociate și de orice costuri identificabile pe care le-ar putea suporta SP.

Studiul de referință a analizat, de asemenea, posibilitatea să existe soluții alternative în afara infrastructurii CPC, care să le permită SP să efectueze compensarea la nivel

central, fără a avea efecte negative asupra veniturilor din pensii. Aceste soluții alternative sunt prezentate, de asemenea, în cele ce urmează, alături de o analiză a viabilității lor.

Eventualele riscuri care decurg din utilizarea soluțiilor tehnice sau alternative trebuie comparate, bineînțeles, cu nivelul de atenuare a riscului sistemic oferit de compensarea centrală.

3.2. SOLUȚII ALTERNATIVE POTENȚIALE

(i) Transformarea garanțiilor de către CPC

Această opțiune ar presupune un serviciu repo oferit de CPC în beneficiul SP, în cadrul căruia CPC ar fi contrapartea principală la operațiunea repo, oferind SP numerar în schimbul titlurilor de valoare. În acest sens, conceptul de bază este comparabil cu cel al serviciului repo pentru SP în curs de dezvoltare de către CPC, astfel cum este descris mai sus. Această soluție potențială nu presupune însă că CPC ar avea capacitatea de a crea, totodată, o ofertă de platformă de tranzacționare organizată pentru operațiunile repo și de a asigura serviciul de compensare aferent.

Pentru a obține numerarul necesar, CPC relevantă ar trebui să execute simultan o operațiune repo „back-to-back" cu o parte terță. Partea terță ar fi o bancă ce asigură intermedierea pe piața repo sau o bancă centrală.

Este discutabil dacă un mod de funcționare în care banca centrală ar fi singurul furnizor de lichidități pentru operațiunile repo ar fi acceptabil pentru bancă centrală respectivă. Prin urmare, această analiză presupune o soluție prin care CPC preconizează să facă apel la băncile comerciale în condiții „normale" și să recurgă la banca centrală numai în scenariile cu evoluții nefavorabile ale pieței.

În prezent, nu toate CPC au acces în mod curent la facilitățile băncilor centrale. În momentul de față, anumite CPC din UE au acces la creditele intrazilnice și, în anumite condiții, la creditele overnight. Totuși, s-ar putea ca acest acces să nu fie adecvat pentru a pune în aplicare o facilitate standard de transformare a garanțiilor pe baza operațiunilor repo. În acest sens, CPC ar trebui să aibă acces cel puțin la facilitățile overnight sau chiar la operațiunile de credit cu scadențe mai lungi pentru a evita reînnoirea zilnică a operațiunilor repo pe termen scurt. Acest lucru ar presupune o schimbare a practicilor dintre CPC și băncile centrale, pe care băncile centrale și părțile interesate ale acestora ar trebui să o analizeze cu atenție.

Această soluție potențială presupune asumarea de către CPC a unui nivel mai mare de risc legat de volumul operațiunilor repo și, implicit, de expunerea la riscul de contraparte și la riscul de piață. Acest lucru sporește, la rândul său, riscul sistemic prezentat de CPC.

Printre obstacolele suplimentare se numără necesitatea ca CPC să investească în capacitatea necesară de tranzacționare și de gestionare a trezoreriei, precum și în schimbările operaționale și juridice, în special în ceea ce privește propriile proceduri aplicabile în situațiile de neîndeplinire a obligațiilor, atunci când s-a putea impune necesitata ca operațiunile repo în care un membru compensator nu își îndeplinește obligațiile să fie lichidate în același timp cu portofoliile de instrumente financiare derivate extrabursiere care sunt afectate.

(ii) Acceptarea directă de active nemonetare cu transmitere către beneficiarii MV

În acest caz, CPC ar permite SP să depună și să primească MV sub forma unor active nemonetare pe care le deține deja, cum ar fi obligațiunile de stat. Aceste active ar fi apoi transmise contrapărții la tranzacție care este „în bani" (*in-the-money*).

O CPC ar trebui să ofere spre compensare două seturi paralele de produse cu aceleași condiții economice fundamentale: unul pentru care MV ar fi plătită și primită în numerar și celălalt pentru care MV ar fi depusă și primită în anumite titluri de valoare eligibile. Acest lucru ar reduce lichiditatea pieței, spread-urile de tranzacționare ar fi probabil mai ample, iar flexibilitatea în ceea ce privește transferarea sau lichidarea pozițiilor deținute de participantul la CPC care nu își poate îndeplini obligațiile ar fi probabil mai mică. S-ar ajunge, de asemenea, la imposibilitatea ca apelurile de garanție pentru cele două produse să fie compensate între ele.

Decontarea la timp reprezintă un alt obstacol principal pentru viabilitatea acestei opțiuni. Participanții care depun MV nemonetare ar trebui să fie în măsură să transfere titlurile de valoare pe numele CPC în aceeași zi în care se efectuează apelul de garanție. Acest lucru ar fi însă greu de realizat în practică, deoarece decontarea în aceeași zi nu reprezintă, în prezent, o practică standard a depozitarilor centrali de valori mobiliare. O altă dificultate este reprezentată de faptul că schimbul de titluri de valoare poate fi realizat numai în unități transferabile. Dat fiind că sumele de plătit sau de primit ca MV vor fi calculate de CPC în valori monetare, CPC ar trebui să stabilească o convenție de piață privind modul de convertire a acestor valori în cantitatea livrabilă de titluri de valoare pe care plătitorul de MV optează să le depună, ceea ce ar avea drept rezultat efectuarea de diferențe de rotunjire și ajustări în numerar între CPC și membrii compensatori.

În plus, CPC, membrii compensatori, depozitarii, administratorii de active și SP ar trebui să suporte costuri care se ridică la mai multe milioane de euro pentru a asigura capacitățile operaționale necesare în acest sens.

În ceea ce privește legalitatea, există, de asemenea, îndoieli cu privire la faptul că transmiterea titlurilor de valoare către beneficiarul MV ar îndeplini cerința impusă de unele SP de a păstra controlul asupra activelor lor.

(iii) Acceptarea de active nemonetare cu transmiterea unei garanții reale către beneficiarii MV

CPC le-ar permite SP să depună MV sub formă de titluri de valoare, ca și în cazul opțiunii (ii).

Cu toate acestea, în loc să transmită titlurile de valoare contrapărților care trebuie să primească MV, CPC ar crea o garanție reală care să acopere titlurile depuse, în favoarea beneficiarului MV.

În cadrul acestei soluții, activele depuse pentru a răspunde apelurilor în MV nu sunt transferate beneficiarului MV, ceea ce înseamnă că riscul aferent contractului nu este de fapt decontat. Există numai o creanță legală a cărei valoare variază în timp. În cazul neîndeplinirii obligațiilor, valoarea creanței ar fi incertă până la lichidarea acesteia. Acest risc suplimentar ar impune necesitatea ca prețul contractului să fie stabilit în mod diferit, ceea ce ar face ca acest tip de contracte să fie mai scumpe decât contractele obișnuite cu decontare în numerar, creând astfel o diferențiere între produsele compensate, cu un grad mai redus de lichiditate pentru produsul adaptat special pentru SP.

Riscul juridic reprezintă, de asemenea, un obstacol în calea acestei soluții, deoarece garanțiile reale nu fac întotdeauna obiectul unor cadre juridice identice pe întreg teritoriul UE. Acest lucru poate conduce la incertitudine juridică în legătură cu ceea ce s-ar întâmpla dacă s-ar ajunge la o situație de neîndeplinire a obligațiilor.

(iv) Garanții cvadripartite pentru garanția reală care acoperă MV

Aceasta este o variantă a soluției anterioare în care titlurile de valoare ar fi deținute de un depozitar, în conformitate cu un acord încheiat între depozitarul respectiv, SP, contrapartea la tranzacția inițială și CPC.

Acest mecanism ar permite SP să depună active nemonetare ca MV fără să trebuiască să le transforme în numerar. În schimb, garanția ar lua forma unei garanții reale în favoarea contrapărții. SP ar subcontracta unui depozitar activitățile sale de gestionare a garanțiilor, printr-un acord formalizat între cele patru părți implicate - SP, contrapartea, CPC și depozitarul. Această soluție s-ar dezvolta pe baza serviciilor existente de gestionare tripartită a garanțiilor.

Această soluție prezintă aceleași dificultăți ca și soluția anterioară în sensul că generează un risc de credit al contrapărții nedecontat, ceea ce este contrar funcției MV și ar putea suscita îngrijorări din partea membrilor compensatori, a contrapărților și a autorităților de reglementare.

S-ar crea din nou o diferențiere între produse, complicând situația din perspectiva lichidității și a compensării.

(v) Transformarea garanțiilor de către membrii compensatori

Această primă alternativă la o soluție tehnică în cadrul CPC constă în posibilitatea ca SP să obțină numerar prin executarea unor operațiuni repo cu membrii lor compensatori, în afara infrastructurii CPC.

Membrii compensatori ai CPC care se ocupă de instrumente financiare derivate extrabursiere aparțin, în general, unor grupuri bancare active și pe piața repo. Aceasta înseamnă că membrii compensatori sunt, după toate aparențele, în măsură să ofere clienților lor SP servicii repo în acest scop fără a investi în noi activități comerciale. Un astfel de serviciu ar putea fi oferit SP și de o bancă terță, fără a trece prin brokerii lor de compensare desemnați.

Cu toate acestea, este posibil ca dimensiunea actuală a piețelor operațiunilor repo bilaterale să nu ofere capacități suficiente pentru a furniza lichiditățile de care au nevoie SP pentru a-și îndeplini obligațiile în ceea ce privește MV. În orice caz, liniile repo nu ar fi garantate de dealeri și ar putea fi retrase în situații de criză.

Conform concluziilor studiului de referință (a se vedea, în special, secțiunea 5.7.3), piața repo nu ar fi totuși în măsură să facă față cererii agregate a SP care doresc să finanțeze integral în numerar apelurile în MV în cazul unei evoluții dramatice a ratei dobânzii (de exemplu, cu 100 de puncte de bază), ceea ce ar avea drept rezultat imposibilitatea SP de a avea acces la finanțarea necesară pentru a răspunde apelurilor în MV dacă s-ar baza numai pe piața operațiunilor repo bilaterale. Acest lucru ar duce la apeluri în marjă neplătite, ceea ce ar face ca SP să nu își mai poată îndeplini obligațiile și ar provoca un efect de domino la nivelul tuturor piețelor.

În cadrul acestui mecanism, brokerul de compensare al SP ar fi expus la consecințele neîndeplinirii obligațiilor de către SP, în măsura în care acesta ar avea obligația contractuală de a răspunde apelurilor în MV în numele SP client. Brokerii de compensare sunt, în general, bănci de cel mai înalt nivel, prezentând astfel un risc important pentru sistemul financiar în ansamblul său.

(vi) Darea cu împrumut de titluri prin intermediul unui agent

În cadrul unui model de împrumuturi de titluri prin intermediul unui agent, SP ar da cu împrumut unor părți terțe titluri de valoare din portofoliul propriu și ar primi de la împrumutat garanții sub formă de numerar care ar putea fi utilizate pentru a răspunde apelurilor în MV.

Darea cu împrumut de titluri este utilizată deja de numeroase SP pin intermediul unor acorduri operaționale și juridice bine stabilite. Cu toate acestea, capacitatea SP de a da cu împrumut titluri depinde de nevoile pe care le au, la un moment dat, ceilalți participanți de pe piață de a lua cu împrumut activele oferite. SP nu au controlul asupra dorinței contrapărților de a lua titluri cu împrumut și nici asupra duratei unui astfel de împrumut. Prin urmare, darea cu împrumut de titluri nu poate fi considerată o sursă sigură de finanțare. Ca și în cazul mecanismului prezentat anterior, această opțiune ar avea potențialul de a genera apeluri în marjă neplătite, ceea ce ar putea face ca brokerul de compensare al SP să nu își mai poată îndeplini obligațiile.

(vii) Acordarea de împrumuturi garantate de către entitățile nefinanciare

Din studiul de referință reiese că multe întreprinderi mari dețin în prezent rezerve importante de lichidități pe care ar putea fi interesate să le dea cu împrumut în schimbul unei garanții.

Această opțiune alternativă ar presupune ca SP să depună titluri de valoare în cadrul unei operațiuni repo și să primească numerar de la o întreprindere ca garanție pentru răscumpărare, într-un mod asemănător soluției alternative descrise la punctul (v).

În prezent, nu există o piață consacrată pentru împrumuturile garantate acordate de întreprinderi pentru SP, ceea ce înseamnă că, deși din punct de vedere conceptual întreprinderile ar putea dispune de mijloacele necesare pentru a furniza SP lichiditățile de care acestea au nevoie pentru a răspunde apelurilor în MV lansate de CPC, este imposibil să se evalueze capacitatea și volatilitatea unei astfel de piețe. Această alternativă ridică, de asemenea, semne de întrebare cu privire la necesitatea de a reglementa instituirea unei astfel de piețe și la impactul pe care aceasta l-ar avea asupra costurilor și a disponibilității. Prin urmare, această soluție nu poate fi considerată o opțiune alternativă viabilă.

4. CONCLUZII

4.1. PROGRESELE ȘI EFORTURILE REALIZATE DE CPC

Se poate concluziona că, în afară de propunerea privind serviciul repo pentru SP prezentată în secțiunea 3, CPC nu par să fi realizat progrese suficiente în vederea dezvoltării de soluții tehnice pentru transferul de garanții nemonetare ca MV. Se pare că niciuna dintre soluțiile alternative potențiale bazate pe infrastructură care au fost analizate și descrise la punctele (i) — (iv) din secțiunea 3.2 nu este pusă în aplicare de vreo CPC. Se poate concluziona că acest lucru se datorează obstacolelor identificate în prezentul raport. Cu toate acestea, CPC ar trebui să continue să analizeze modalitățile

prin care s-ar putea depăși în practică obstacolele identificate din calea punerii în aplicare a soluțiilor alternative potențiale.

Lipsa de progrese în ceea ce privește identificarea și elaborarea unor soluții viabile s-ar putea explica prin faptul că acele CPC care nu au dezvoltat soluții nu sunt, în prezent, în măsură să furnizeze astfel de servicii, deoarece nu oferă încă niciun serviciu de tranzacționare sau de compensare pe piețele repo pe care să se poată baza pentru a facilita transformarea garanțiilor. De asemenea, se poate presupune că, în ultimii doi-trei ani, CPC și-au concentrat resursele pe asigurarea conformității serviciilor lor cu cerințele puse recent în aplicare în conformitate cu Regulamentul EMIR, precum și cu alte aspecte ale reformelor de reglementare la nivelul UE și la nivel internațional.[v] CPC au consacrat, de asemenea, resurse considerabile elaborării de soluții de compensare pentru clienții lor, în general, deoarece obligațiile de compensare impuse de Regulamentul EMIR vor fi extinse și asupra participanților mici și mijlocii de pe piață (inclusiv SP) care nu sunt în măsură să efectueze direct compensarea în calitate de membri compensatori. Prin urmare, lipsa de eforturi pentru elaborarea de soluții tehnice s-ar putea explica și prin faptul că CPC nu au putut acorda prioritate noilor evoluții din acest domeniu.

4.2 MĂSURILE NECESARE

Comisia va continua să monitorizeze dezvoltarea serviciului bazat pe operațiunile repo care a fost propus de CPC în cauză pentru a stabili dacă această abordare este menținută și dacă soluția este pusă în aplicare fără probleme în 2015, astfel cum s-a preconizat. Punerea în aplicare cu succes a serviciului propus va depinde și de cooperarea în continuare a SP care ar putea participa la acest serviciu.

De asemenea, Comisia va continua să colaboreze cu alte CPC din UE care asigură compensarea tranzacțiilor relevante cu instrumente derivate extrabursiere (swap-uri pe rata dobânzii și/sau pe rata inflației) pentru a evalua dacă aceste CPC ar putea adopta soluții similare. Astfel cum se precizează mai sus, acest lucru ar putea depinde de capacitatea celorlalte CPC de a oferi servicii de tranzacționare și de compensare pentru operațiunile repo, precum și servicii de compensare pentru instrumentele financiare derivate extrabursiere. Cu toate acestea, Comisia lansează un apel puternic către toate CPC din UE ca acestea să continue să examineze, în cooperare cu membrii lor compensatori și cu SP, modalitățile prin care ar putea fi depășite obstacolele analizate în prezentul raport, astfel încât să se găsească soluții de compensare care să ofere, individual sau în combinație, capacitatea necesară a SP de a efectua compensarea la nivel central a tranzacțiilor lor cu instrumente financiare derivate extrabursiere, cu un impact mai scăzut asupra randamentelor pe care le obțin. O soluție adecvată va permite SP să își continue activitățile legate de instrumentele financiare derivate extrabursiere fără costuri prohibitive, oferind în același timp beneficiile compensării centrale pentru contrapărțile lor și pentru sistemul financiar în general.

Cu toate acestea, Comisia recunoaște faptul că, în lipsa unei soluții, SP vor trebui în ultimă instanță să înlocuiască titlurile de valoare cu numerar în scopul de a menține o rezervă de lichidități suficientă pentru a răspunde eventualelor apeluri în MV, începând cu luna august 2018 cel târziu. De asemenea, trebuie să se aibă în vedere faptul că, deși niciuna dintre soluțiile alternative posibile nu pare să ofere o soluție pe deplin satisfăcătoare pentru SP, este posibil să fie nevoie de utilizarea unei combinații de modalități de transformare a garanțiilor. Comisia va încuraja, totodată, sectorul să analizeze care ar fi posibilitățile de finanțare pe termen mai lung (cum ar fi obligațiunile garantate sau titlurile garantate cu active) pe care le-ar putea utiliza SP, individual sau în combinație, pentru a-și asigura cu certitudine o sursă de finanțare suficientă, inclusiv în perioade de criză. Este recunoscut faptul că aceste oportunități de finanțare ar putea depinde de capacitatea SP de a-și păstra dreptul de proprietate și/sau controlul asupra titlurilor de valoare convertite în numerar și că este nevoie, implicit, de flexibilitate în acest sens.

4.3 EFECTELE ADVERSE PE CARE COMPENSAREA LA NIVEL CENTRAL A CONTRACTELOR CU INSTRUMENTE FINANCIARE DERIVATE LE-AR PUTEA AVEA ASUPRA DREPTURILOR DE PENSIE ALE VIITORILOR PENSIONARI

În lipsa unei exceptări de la obligația de compensare, SP ar avea obligația să dețină rezerve de lichidități în locul activelor cu randament superior pe care le dețin în mod obișnuit, cum ar fi obligațiunile de stat. Deținerea în continuare de active nemonetare și recurgerea ad hoc la piețele repo deschise nu oferă suficientă certitudine. Astfel cum se precizează în studiul de referință, principalul obstacol identificabil în acest sens este faptul că piețele operațiunilor repo bilaterale nu par să dețină, în prezent, lichidități suficiente pentru a face față nevoilor SP din UE în scenarii de criză. Această concluzie se bazează pe analiza piețelor obligațiunilor de stat din UE. Din studiul de referință reiese că valoarea agregată a apelurilor în MV pentru o evoluție de 100 de puncte de bază s-ar ridica la 204-255 de miliarde EUR pentru SP din UE. Din această sumă, 98-123 miliarde EUR (82-103 miliarde GBP) ar viza SP din Regatul Unit și ar avea legătură, în special, cu active în lire sterline, iar 106-130 de miliarde EUR ar avea legătură cu active în euro (și, eventual, în alte monede).

Chiar și în ipoteza în care SP ar fi singurii participanți activi pe aceste piețe, cerințele totale privind MV pentru o astfel de evoluție ar depăși capacitatea zilnică aparentă a piețelor repo pe care sunt tranzacționate obligațiunile de stat ale Regatului Unit („gilt”) și este probabil să depășească și părțile relevante ale piețelor repo din UE pe care sunt tranzacționate obligațiuni de stat, și anume, în primul rând, piețele repo ale obligațiunilor de stat emise de Germania („bunds”). Lichiditatea operațiunilor repo este asigurată și prin titluri de valoare mai puțin lichide, dar tot cu rang superior, însă

există mai multe riscuri ca piețele pentru aceste instrumente să se contracte în perioade de criză.

Deținerea unor rezerve de numerar pentru a face față eventualelor evoluții ale pieței va reduce randamentul global al investițiilor efectuate în beneficiul pensionarilor care sunt membri ai sistemului respectiv, ceea ce ar putea reduce, în ultimă instanță, sumele totale pe care SP le plătește acestor beneficiari ca venituri din pensie.

Conform studiului de referință, costurile suportate de SP pentru a trece de la constituirea de garanții bilaterale la depunerea de MV în numerar la CPC ar avea ca impact reducerea veniturilor din pensii cu un procentaj cumulat de până la 3,1 % în Țările de Jos și 2,3 % în Regatul Unit, pe baza unei perioade de 40 de ani. Impactul total preconizat asupra veniturilor din pensii la nivelul întregii UE în următorii 20-40 de ani ar fi de până la 3,66 %. Aceasta este consecința directă a reducerii rentabilității anticipate a investițiilor din cauza obligației de a deține rezerve de lichidități în locul titlurilor de valoare nemonetare.

Acest impact semnificativ va afecta probabil pensionari din întreaga UE și poate fi considerat disproporționat, în acest stadiu, în raport cu beneficiile obținute prin impunerea obligației SP de a efectua compensarea. Această concluzie ține seama de faptul că, în orice caz, va exista obligația ca tranzacțiile să fie garantate pe o bază bilaterală în temeiul viitoarelor cerințe de marjă bilaterală prevăzute la articolul 11 alineatul (3) din Regulamentul EMIR, ceea ce ar atenua riscul de contraparte în tranzacțiile la care SP sunt contrapărți, atât din perspectiva băncilor, cât și din perspectiva SP.

Este posibil ca SP care ar resimți cel mai mult acest impact să aleagă să nu își acopere pasivele împotriva riscurilor pentru a menține nivelurile actuale ale veniturilor din pensii pentru beneficiari. Acest lucru ar crea riscul unor pierderi de investiții ca urmare a neacoperirii riscului de volatilitate a pieței, ceea ce ar avea drept rezultat tot o reducere a veniturilor pensionarilor.

Cu toate acestea, ar trebui menționat faptul că, deoarece marea majoritate a contractelor standardizate cu instrumente financiare derivate extrabursiere trec la compensarea centrală, contractele necompensate pot deveni mai puțin lichide în timp. Acest lucru ar reduce, în sine, diferențele globale de costuri între contractele compensate și cele necompensate în viitor.

4.4 PROPUNERE DE ACT DELEGAT

Comisia consideră că, în acest stadiu, nu s-au realizat eforturile necesare pentru dezvoltarea unor soluții tehnice adecvate și că efectele adverse pe care compensarea la nivel central a contractelor cu instrumente financiare derivate le are asupra prestațiilor de pensii ale viitorilor pensionari rămân neschimbate.

Prin urmare, Comisia intenționează să propună o prelungire a perioadei de trei ani prevăzute la articolul 89 alineatul (1) din Regulamentul EMIR cu încă doi ani, prin intermediul unui act delegat. Comisia va continua să monitorizeze situația în ceea ce privește soluțiile tehnice de care dispun SP pentru a depune active nemonetare ca răspuns la apelurile în MV lansate de CPC, în scopul de a evalua dacă este nevoie ca această perioadă să fie prelungită cu încă un an.

[i] Astfel cum sunt definite la articolul 2 alineatul (10) din Regulamentul EMIR.

[ii] La articolul 89 alineatele (1) și (2) din Regulamentul EMIR se prevede că exceptarea se aplică numai instrumentelor financiare derivate extrabursiere care au efectul măsurabil în mod obiectiv de a reduce riscurile investițiilor direct legate de solvabilitatea financiară a sistemelor de pensii și în cazul în care SP întâmpină dificultăți în îndeplinirea cerințelor privind MV.

iii Studiul de referință va fi publicat pe site-ul Comisiei Europene: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#maincontentSec2

[iv] Trebuie remarcat faptul că serviciul în curs de dezvoltare nu ar fi limitat la SP, ci ar putea fi oferit și altor participanți de pe piață cu nevoi similare.

[v] Câteva CPC din UE sunt autorizate și active în țări terțe.