IL-KUMMISSJONI
EWROPEA

Brussell, 3.2.2015
COM(2015) 39 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-dejta dwar it-tranżazzjonijiet, li jivvaluta l-progress u l-isforz magħmul mis-CCPs fl-iżvilupp ta' soluzzjonijiet tekniċi għat-trasferiment minn arranġamenti tal-iskemi tal-pensjonijiet ta' kollateral mhux fi flus kontanti bħal marġini ta' varjazzjoni, kif ukoll il-bżonn ta' kull miżura biex tiffaċilita tali soluzzjoni

1. INTRODUZZJONI

Ir-Regolament (UE) Nru 648/2012 dwar derivati OTC, kontropartijiet ċentrali u repożitorji tad-dejta dwar it-tranżazzjonijiet (EMIR) ġie ppubblikat f'*Il-Ġurnal Uffiċjali tal-Unjoni Ewropea* (UE) fis-27 ta' Lulju 2012, u daħal fis-seħħ fis-16 ta' Awwissu 2012.

Skont l-EMIR, id-derivati OTC li huma standardizzati (jiġifieri li ssodisfaw il-kriterji tal-eliġibbiltà predefiniti), inkluż livell għoli ta' likwidità, se jkunu suġġetti għal obbligu tal-ikklerjar ċentrali mandatorju u jridu jiġu kklerjati permezz ta' kontropartijiet ċentrali (CCPs).

Is-CCPs huma entitajiet li jinterponu lilhom infushom bejn żewġ kontropartijiet għal tranżazzjoni u b'hekk isiru "ix-xerrej għal kull bejjiegħ", kif ukoll "il-bejjiegħ għal kull xerrej". Bħala kontroparti għal kull pożizzjoni, is-CCP iġġorr ir-riskju ta' kreditu tal-kontroparti fil-każ li waħda mill-kontropartijiet tagħha tinqabad inadempjenti.

Is-CCPs huma mfassla biex jirreżistu l-inadempjenza ta' membru jew klijent tal-ikklerjar prinċipalment permezz tal-użu ta' kollateral frekwenti u konservattiv – jew rekwiżiti tal-"marġini" – kkalkulati biex ikopru kull telf potenzjali fuq inadempjenza. Is-CCPs jaċċettaw biss assi likwidi ħafna, ġeneralment flus kontanti, bħala kollateral sabiex jissodisfaw it-talbiet tal-marġini ta' varjazzjoni (MV) sabiex ikun hemm likwidazzjoni rapida f'każ ta' inadempjenza.

L-Arranġamenti ta' Skemi tal-Pensjonijiet (PSAs)[i] f'ħafna Stati Membri huma parteċipanti attivi fis-swieq tad-derivati OTC. Madankollu, il-PSAs ġeneralment jimminimizzaw il-pożizzjonijiet tal-likwidità tagħhom, minflok iżommu investimenti li jrendu iktar bħal titoli sabiex jiżguraw dħul għoli għall-benefiċjarji tagħhom - il-pensjonanti. L-inabbiltà tas-CCPs li jaċċettaw assi mhux fi flus bħala kollateral biex jissodisfaw talbiet tal-MV tfisser li l-PSAs ikollhom jiġġeneraw il-flus fuq bażi ta' terminu qasir jew permezz ta' self ta' flus kontanti jew bil-bejgħ ta' assi oħra sabiex jissodisfaw it-talbiet tal-marġini tas-CCP. Bħalissa dan mhuwiex il-każ fil-qafas tar-relazzjonijiet bilaterali, fejn il-PSAs jistgħu jibagħtu assi mhux fi flus lill-kontropartijiet bilaterali tagħhom, sal-punt li jkun meħtieġ marġini. Tali manutenzjoni ta' riżervi tal-flus twassal għal kostijiet ta' opportunità għolja għall-PSAs minħabba l-livell baxx ta' interessi li jiġi ggwadanjat fuq il-kollateral fi flus. Il-kostijiet tal-ikklerjar ċentrali għalhekk fl-aħħar mill-aħħar inaqqsu l-pensjoni tal-pensjonanti rilevanti kieku l-PSAs kienu meħtieġa li jibagħtu flus kontanti biex jissodisfaw it-talbiet tal-MV.

Għalhekk, il-Kummissjoni, il-Kunsill u l-Parlament qablu fuq eżenzjoni temporanja ta' tliet snin mill-obbligu tal-ikklerjar għal PSAs li jissodisfaw ċerti kriterji[ii], stipulati fl-Artikolu 89(1) tal-EMIR. L-eżenzjoni tista' tiġi estiża sa perjodu ieħor ta' tliet snin b'kollox. Dan il-perjodu ta' tranżizzjoni kien espliċitament previst fl-EMIR sabiex

jipprovdi aktar żmien għas-CCPs sabiex jiżviluppaw soluzzjonijiet tekniċi għat-trasferiment ta’ kollateral mhux fi flus kontanti biex jissodisfaw talbiet tal-MV.

2. L-ISKOP TAR-RAPPORT

Skont l-Artikolu 85(2) tal-EMIR, l-għan ta’ dan ir-rapport huwa li jippreżenta valutazzjoni tal-progress u l-isforz magħmul mis-CCPs fl-iżvilupp ta’ soluzzjonijiet tekniċi għat-trasferiment permezz ta' PSAs ta’ kollateral mhux fi flus kontanti bħala MV, kif ukoll il-ħtieġa ta’ kull miżura biex tiġi ffaċilitata tali soluzzjoni.

L-Artikolu 85(2) tal-EMIR jistipula li, jekk il-Kummissjoni tqis li l-isforz neċessarju biex jiġu żviluppati soluzzjonijiet tekniċi xierqa ma jkunx sar mis-CCPs u li l-effett negattiv ta’ kuntratti derivati ta’ kklerjar ċentrali fuq il-benefiċċji tal-irtirar ta’ pensjonanti futuri jibqa’ ma jinbidilx, ikollha s-setgħa li tadotta atti delegati f’konformità mal-Artikolu 82 biex jiġi estiż il-perjodu ta’ tliet snin imsemmi fl-Artikolu 89(1), darba għal sentejn, u darba b'sena oħra addizzjonali.

Sabiex tiġi vvalutata s-sitwazzjoni attwali bis-sħiħ, il-Kummissjoni ordnat studju ta' referenza dwar jekk sarux l-isforzi meħtieġa mis-CCPs biex jiżviluppaw soluzzjonijiet tekniċi xierqa għat-trasferiment ta’ kollateral mhux fi flus kontanti bħala MV mill-PSAs. Dan l-istudju ta’ referenza pprovda wkoll analiżi ta' potenzjal u soluzzjonijiet alternattivi. Fl-aħħar nett l-istudju ta’ referenza analizza l-impatt għat-tneħħija tal-eżenzjoni fin-nuqqas ta’ soluzzjoni, filwaqt li kkalkola t-tnaqqis fil-pensjoni għall-benefiċjarji pensjonanti tal-PSAs milquta[iii].

Skont l-Artikolu 85(2), il-Kummissjoni Ewropea kkonsultat mal-Awtorità Ewropea tat-Titoli u s-Swieq u l-Awtorità Ewropea tal-Assigurazzjoni u l-Pensjonijiet tax-Xogħol fil-proċess tat-tħejjija ta’ dan ir-rapport.

3. L-ISFORZI MIS-CCPs

3.1. SERVIZZ TA' "REPO" TAL-PSA

F’dan l-istadju, CCP waħda biss uriet sforz notevoli biex tiżviluppa soluzzjoni għall-provvista ta’ assi mhux fi flus kontanti sabiex jissodisfaw it-talbiet tal-MV.

Is-CCP rilevanti qed tiżviluppa servizz b’mod attiv (minn hawn 'il quddiem "is-servizz ta' repo tal-PSA"[iv]) li jista' jindirizza l-ħtiġijiet tal-PSAs li jużaw assi mhux fi flus kontanti sabiex jissodisfaw il-flus kontanti li l-MV titlob.

Is-servizz propost jippermetti firxa limitata ta’ parteċipanti fis-suq mhux negozjanti (inklużi PSAs) li jsiru membri tas-servizz tan-negozjar u tal-ikklerjar tat-tranżazzjoni

tar-riakkwist tiegħu (repo). Skont tranżazzjoni repo, parti waħda tbigħ assi (normalment titoli ta' dħul fiss) lil parti oħra u timpenja ruħha li tixtri l-assi mill-ġdid bi prezz miftiehem f'data futura. L-assi jservi ta' kollateral u jtaffi r-riskju ta' kreditu tal-kontroparti li x-xerrej għandu fuq il-bejjiegħ. Ir-repos huma għalhekk mezz għall-PSAs biex jibdlu l-assi mhux fi flus kontanti eżistenti tagħhom għal flus kontanti li s-CCPs jeħtieġu biex jissodisfaw it-talbiet tal-MV, filwaqt li jżommu s-sjieda u – b'mod kruċjali - redditu fuq l-investiment tal-assi fit-terminu twil. Skont is-servizz tar-repo tal-PSA propost, il-PSAs se jidħlu fi tranżazzjonijiet repo ma' parteċipanti oħra fis-suq tas-servizz tan-negozjar permezz tat-titoli li huma diġà jkollhom fl-andament normali tal-investimenti tagħhom. Dawn it-tranżazzjonijiet jiġu eżegwiti fuq il-pjattaforma ta' negozjar repo tas-CCP u jiġu kklerjati awtomatikament permezz tas-servizz ta' kklerjar tagħha. Il-kontanti miġbura mit-tranżazzjonijiet repo jistgħu mbagħad jintbagħtu lis-CCP biex jissodisfaw it-talbiet tagħha tal-MV. Ir-repos infushom ikunu kklerjati permezz tas-CCP u għalhekk ir-riskju ta' kreditu tal-kontroparti tal-PSA fuq din it-tranżazzjoni jittaffa mis-CCP.

Dan is-servizz jippermetti lill-PSAs iwettqu repos filwaqt li jiċċentralizzaw il-ġestjoni tal-pożizzjonijiet fis-CCP u jtaffu kull riskju ta' kreditu tal-kontroparti bilaterali residwu fi tranżazzjonijiet repo billi jiffaċċjaw is-CCP minflok il-kontroparti repo.

Peress li s-servizz repo tal-PSA għadu f'fażi ta' żvilupp, jibqgħu ċerti mistoqsijiet importanti dwar il-vijabbiltà ta' tali servizz f'dan l-istadju. Kif dettaljat iktar 'l isfel f'taqsima 4.3, huwa meqjus li jista' jkun hemm kapaċità insuffiċjenti fis-swieq tar-repo bilaterali biex il-PSAs jiżguraw l-abbiltà biex jakkwistaw il-kontanti meħtieġa biex jissodisfaw it-talbiet tal-MV mis-CCP fi żminijiet ta' tensjoni fis-suq. Għaldaqstant, irid jiġi mistoqsi jekk swieq repo kklerjati hux se jiżviluppaw biex jipprovdu l-kapaċità żejda meħtieġa mill-PSAs. Il-ħila tal-banek li jipprovdu l-likwidità tar-repo li jneħħu riskji bilaterali mit-tranżazzjonijiet tagħhom u li minflok jiffaċċjaw is-CCP tista' twassal għal anqas allokazzjoni tal-kapital li tista' tinċentiva iktar attività repo. Madankollu, fatturi regolatorji oħra jistgħu jinfluwenzaw l-iżvilupp tas-swieq repo fit-terminu qasir sa medju, inklużi inizjattivi regolatorji skont Basel III kif ukoll it-Taxxa fuq it-Tranżazzjonijiet Finanzjarji tal-UE proposta, u prinċipji possibbli fuq tnaqqis obbligatorju ta' assi skont il-Fluss ta' Ħidma dwar is-Self ta' Titoli u Repos (Workstream on Securities Lending and Repos) tal-Bord għall-Istabilità Finanzjarja. Huwa possibbli li swieq repo jistgħu jsiru inqas attraenti għall-forniturі tal-likwidità u għalhekk jistgħu jonqsu bħala riżultat ta' dan.

Barra minn hekk, l-abbiltà tal-PSAs kollha – jew anki l-maġġoranza tagħhom - li għandhom diffikultà biex jissodisfaw it-talbiet ta' flus kontanti tal-MV biex jużaw dan is-servizz hija dubjuża. Dan għaliex il-parteċipanti fis-servizz se jkollhom bżonn jaċċessaw is-CCP skont ftehim ta' sħubija tal-aċċess speċjali li jobbliga lill-PSA biex jagħmel kontribuzzjonijiet lil fond ta' inadempjenza speċjali. Il-fond tal-inadempjenza mhux se jintuża biex ikopri t-telf ta' membri oħra tal-ikklerjar bħall-ftehimiet ta' sħubija konvenzjonali; dan jingħata biex ikopri biss telf dirett ikkawżat mill-

inadempjenza potenzjali tal-PSA nnifsu. Għalhekk mhuwiex espost għal telf ikkawżat minn parteċipanti tal-ikklerjar oħra inadempjenti. Madankollu huwa se jinvolvi impenn ta' sigurtà addizzjonali bil-quddiem li jista' ma jkunx tollerabbli għall-PSAs kollha u l-maniġers jew il-fiduċjarji tagħhom.

Fl-aħħar nett, f'dan l-istadju ta' żvilupp, il-kostijiet għall-PSAs biex jużaw is-servizz repo potenzjali mhumiex magħrufa. Huwa possibbli li l-kostijiet biex jidħlu fi tranżazzjonijiet repo kklerjati jkunu ogħla mill-kostijiet biex jidħlu fi tranżazzjonijiet repo bilaterali. Dan għalhiex il-PSA jkollu jżomm fond tal-inadempjenza, kif deskritt hawn fuq, kif ukoll tariffa tal-ikklerjar relatata mat-tranżazzjoni. Se jkun hemm ukoll implimentazzjoni tal-kostijiet biex il-PSA jistabbilixxi konnessjonijiet operattivi għas-servizz, kif ukoll ftehimiet ġuridiċi.

Dan is-servizz potenzjal għadu qed jiġi żviluppat. Huwa ppjanat li jitnieda fl-ewwel nofs tal-2015. Il-Kummissjoni se tkompli taħdem mas-CCP inkwistjoni u l-PSAs hekk kif is-servizz ikun fuq is-suq sabiex tivvaluta l-kapaċità tiegħu li jaqdi l-bżonnijiet tal-PSAs.

Il-Kummissjoni se tesplora wkoll b'interess l-abbiltà ta' CCPs oħra li jiżviluppaw servizzi simili.

Peress li s-servizz propost għad irid jiġi mniedi, il-Kummissjoni esplorat soluzzjonijiet tekniċi potenzjali addizzjonali sabiex tidentifika jekk hemmx miżuri oħra li jistgħu jittieħdu mis-CCPs sabiex jippermettu lill-PSAs li jibagħtu assi mhux fi flus biex jissodisfaw it-talbiet tal-MV. Dawn is-soluzzjonijiet tekniċi potenzjali huma deskritti hawn taħt. Il-vijabbiltà ta' kull alternattiva hija vvalutata, filwaqt li jitqiesu l-ostakoli ġuridiċi, kummerċjali, politiċi u prattiċi assoċjati, ir-riskji assoċjati, u kwalunkwe kost probabbli identifikabbli għall-PSAs.

L-istudju ta' referenza esplora wkoll jekk jistax ikun hemm soluzzjonijiet alternattivi barra l-infrastruttura tas-CCP biex il-PSAs ikunu jistgħu jikklerjaw ċentralment mingħajr ma jaffettwaw b'mod negattiv il-pensjonijiet. Dawn is-soluzzjonijiet alternattivi huma wkoll spjegati hawn taħt, b'analiżi tal-vijabbiltà tagħhom.

Kull riskju li jirriżulta mis-soluzzjonijiet tekniċi jew alternattivi jrid ovvjament jiġi bbilanċjat mal-livell ta' mitigazzjoni tar-riskju sistemiku li l-ikklerjar ċentrali jipprovdi.

3.2. SOLUZZJONIJIET ALTERNATTIVI POTENZJALI

(i) Trasformazzjoni kollaterali mis-CCPs

Din twassal għal servizz repo offrut mis-CCPs għall-PSAs li bih is-CCP tkun il-kontroparti prinċipali għat-tranżazzjoni repo, billi tipprovdi flus kontanti lill-PSA bi

skambju għal titoli. F'dan is-sens, il-kunċett ewlieni jista' jitqabbel mas-servizz repo tal-PSA li għadu taħt żvilupp mis-CCP deskritta hawn fuq. Madankollu, din is-soluzzjoni potenzjali ma tassumix l-abbiltà tas-CCP li toħloq ukoll offertà għal pjattaforma ta' negozjar repo organizzata u servizz tal-ikklerjar assoċjat.

Is-CCP rilevanti mbagħad tkun teħtieġ li teżegwixxi repo flimkien ma' parti terza fl-istess ħin sabiex jinġabru l-flus. Dan il-parti terza tkun jew bank negozjant fis-suq tar-repo jew bank ċentrali.

Huwa dubjuż jekk arranġament li fih il-bank ċentrali jkun l-uniku fornitur ta' likwidità għal repo jkunx aċċettabbli għal dak il-bank ċentrali għalhekk din id-diskussjoni tassumi soluzzjoni li biha s-CCP tistenna li tuża l-banek kummerċjali f'kundizzjonijiet "normali" u tuża biss il-bank ċentrali f'xenarji tas-suq negattivi.

Bħalissa mhux is-CCPs kollha għandhom aċċess ta' rutina għal faċilitajiet tal-banek ċentrali. Ċerti CCPs tal-UE bħalissa għandhom aċċess għal kreditu li jingħata f'ġurnata ġurnata u, taħt kundizzjonijiet definiti, għal kreditu mil-lum għal għada. Madankollu, dan l-aċċess mhuwiex adattat biex tiġi implimentata faċilità ta' trasformazzjoni kollaterali standard ibbażata fuq repo. Biex jagħmlu dan, is-CCPs ikollhom bżonn mill-inqas aċċess għal faċilitajiet mil-lum għal għada jew saħansitra għal operazzjonijiet ta' kreditu b'maturitajiet itwal sabiex jiġi evitat rimpjazzament ta' repos fuq terminu qasir fuq bażi ta' kuljum. Dan ikun jinvolvi bidla fil-prattika bejn is-CCPs u l-banek ċentrali li l-banek ċentrali u l-partijiet ikkonċernati tagħhom ikollhom bżonn iqisu bir-reqqa.

Din is-soluzzjoni potenzjali tinvolvi li s-CCPs jassumu livell ta' riskju akbar f'termini ta' volum ta' tranżazzjonijiet repo u skopertura konsegwenti għar-riskju tal-kontroparti u tas-suq. Imbagħad dan ikabbar ir-riskju sistemiku li jirriżulta mis-CCPs.

Ostakoli addizzjonali jinkludu l-bżonn għal investiment mis-CCP fil-kapaċità ta' ġestjoni tan-negozju u tat-teżor neċessarja kif ukoll kambjamenti operattivi u ġuridiċi – notevolment fil-proċeduri ta' inadempjenza tagħha fejn it-tranżazzjonijiet repo ma' membru ta' kklerjar inadempjenti jistgħu jkollhom bżonn jiġu likwidati fl-istess ħin tal-portafolli derivati tal-OTC affettwati.

(ii) Aċċettazzjoni diretta ta' assi mhux fi flus kontanti li jgħaddu lil riċevituri ta' MV

Hawnhekk is-CCP tippermetti lill-PSAs li jibagħtu u jirċievu MV fil-forma ta' assi mhux fi flus li hija diġà għandha, bħal bonds tal-Gvern. Dawn l-assi mbagħad jgħaddu lill-kontroparti favorevoli tat-tranżazzjoni.

CCP ikollha toffri żewġ settijiet paralleli ta' prodotti bl-istess termini ekonomiċi fundamentali għall-ikklerjar – wieħed minnhom jitħallas MV għalih u jiġi riċevut fi flus kontanti u l-ieħor jintbagħatlu u jiġi riċevut f'titoli eliġibbli speċifikati. Dan inaqqas il-likwidità fis-suq, bil-probabbiltà ta' firxiet ta' kummerċ usa' u inqas flessibilità fit-trasferiment jew il-likwidazzjoni tal-pożizzjonijiet ta' parteċipant

inadempjenti fis-CCP. Ikun hemm ukoll nuqqas ta' kapaċità biex talbiet kollaterali jiġu nnettjati bejn iż-żewġ prodotti.

Is-saldu f'waqtu huwa ostakolu prinċipali ieħor għal din l-għażla li qed issir vijabbli. Il-parteċipanti li jibagħtu MV mhux fi flus kontanti jridu jkunu jistgħu jibagħtu t-titoli f'isem is-CCP fl-istess jum hekk kif issir it-talba għall-kollaterali. Madankollu, dan ikun diffiċli biex jinkiseb fil-prattika peress li saldu fl-istess jum mhuwiex il-prattika standard tad-depożitarji ċentrali tat-titoli attwalment. Diffikultà oħra hija li t-titoli jistgħu jiġu skambjati biss f'unitajiet trasferibbli. Peress li l-ammonti MV pagabbli jew riċevibbli se jiġu kkalkulati mis-CCP f'valuri monetarji s-CCP tkun teħtieġ li tistabbilixxi konvenzjoni tas-suq għal kif dawn il-valuri għandhom jiġu konvertiti fil-kwantità konsenjabbli ta' kull titolu li l-pagatur tal-MV jagħżel li jibgħat li jirriżulta f'differenzi fl-aġġustament tan-numri 'l fuq jew 'l isfel u l-aġġustamenti tal-flus kontanti li jkunu saru bejn is-CCP u l-membri tal-ikklerjar.

Barra minn hekk jiġu mġarrba kostijiet li jammontaw għal bosta miljuni ta' euro mis-CCPs, membri tal-ikklerjar, Kustodji, maniġers tal-assi u PSAs sabiex jipprovdu l-kapaċitajiet operattivi meħtieġa f'dan il-qasam.

F'termini ta' legalità, hemm ukoll dubju dwar jekk it-trasferiment ta' titoli lir-riċevitur ta' MV jissodisfax xi ħtieġa tal-PSAs biex jinżamm kontroll tal-assi tagħhom.

(iii) Aċċettazzjoni ta' assi mhux fi flus kontanti b'interess ta' garanzija li jintbagħtu lil riċevituri ta' MV

Is-CCP terġa' tippermetti lill-PSAs biex jibagħtu l-MV fil-forma ta' titoli, bħal f'punt (ii).

Madankollu, minflok ma tibgħat it-titoli lill-kontropartijiet li għandhom jirċievu l-MV, is-CCP toħloq interess ta' garanzija fuq it-titoli mibgħuta, favur ir-riċevitur tal-MV.

B'din is-soluzzjoni, l-assi mibgħuta sabiex jilħqu t-talba tal-MV ma jiġux trasferiti lir-riċevitur tal-MV u b'hekk ir-riskju fil-kuntratt ma jkunx verament saldat. Sempliċement teżisti pretensjoni ġuridika li se tvarja fil-valur tul iż-żmien. F'każ ta' inadempjenza, il-valur tat-talba jkun dubjuż sal-likwidazzjoni tagħha. Dan ir-riskju addizzjonali jwassal biex il-kuntratt ikun jeħtieġ li jiġi pprezzat differenti filwaqt li jsir aktar għali minn kuntratti saldati bi flus kontanti regolari, u għal darba oħra joħloq qsim fi tnejn ta' prodotti kklerjati b'inqas likwidità fil-prodott magħmul apposta għall-PSA.

Ir-riskju ġuridiku huwa wkoll ostakolu għal din is-soluzzjoni, peress li l-interessi ta' garanzija mhux dejjem ikunu suġġetti għall-istess oqfsa ġuridiċi madwar l-UE. Dan potenzjalment iwassal għal inċertezza ġuridika fir-rigward ta' x'jiġri f'każ ta' inadempjenza.

(iv) Kollateral ta' erba' partijiet għall-interess ta' garanzija tal-MV

Din hija varjazzjoni tas-soluzzjoni preċedenti li fiha t-titoli jkunu miżmuma ma' depożitarju skont ftehim bejnha, il-PSA, il-kontroparti għat-tranżazzjoni oriġinali u s-CCP.

Dan l-arranġament jippermetti lill-PSAs li jibagħtu assi mhux fi flus kontanti bħala MV mingħajr il-bżonn li jibdluhom fi flus kontanti. Il-kollateral minflok jiġi pprovdut fil-forma ta' interess ta' garanzija favur il-kontroparti. Il-PSA jesternalizza l-ġestjoni tal-kollateral tiegħu lil depożitarju f'arranġament formalizzat bejn l-erba' partijiet involuti - il-PSA, il-kontroparti, is-CCP u d-Depożitarju. Is-soluzzjoni tibni fuq servizzi ta' ġestjoni tal-kollateral ta' tliet partijiet eżistenti.

Din is-soluzzjoni tippreżenta l-istess sfidi bħas-soluzzjoni preċedenti b'tali mod li tirriżulta f'riskju ta' kreditu tal-kontroparti mhux saldat, li juri relazzjoni kuntrarja għall-funzjoni tal-MV u jista' joħloq tħassib għall-membri tal-ikklerjar, il-kontropartijiet u r-regolaturi.

Għal darba oħra toħloq qsim fi tnejn fil-prodotti, b'kumplikazzjonijiet ta' likwidità u nnettjar.

(v) Trasformazzjoni Kollaterali mill-Membri tal-Ikklerjar

Din l-ewwel alternattiva għal soluzzjoni teknika fi ħdan is-CCP hija l-possibbiltà biex il-PSAs jiġbru l-flus kontanti billi jwettqu tranżazzjonijiet repo mal-membri tal-ikklerjar tagħhom, barra mill-infrastruttura proprja tas-CCP.

Il-membri tal-ikklerjar tas-CCPs derivati tal-OTC ġeneralment jappartjenu għal gruppi bankarji li huma attivi wkoll fis-suq repo. Dan ifisser li l-membri tal-ikklerjar jidhru f'pożizzjoni tajba biex joffru servizzi repo lill-klijenti PSA tagħhom għal dan l-għan mingħajr ma jinvestu f'operazzjonijiet tan-negozju ġodda. Tali servizz jista' jiġi pprovdut ukoll lill-PSAs indipendentement mis-sensara tal-ikklerjar maħtura tagħhom minn bank terz.

Madankollu d-daqs attwali tas-swieq repo bilaterali jista' jkollu kapaċità insuffiċjenti biex jipprovdi l-flus kontanti li l-PSAs ikollhom bżonn biex jissodisfaw l-obbligazzjonijiet tal-MV tagħhom. Fi kwalunkwe każ, il-linji repos ma jkunux garantiti minn negozjanti u jistgħu jiġu rtirata fi żminijiet ta' stress.

Skont is-sejbiet tal-istudju ta' referenza (ara, b'mod partikolari, it-taqsima 5.7.3), is-suq repo madankollu ma jkunx kapaċi jlaħħaq mad-domanda aggregata minn PSAs li qegħdin ifittxu li jiffinanzjaw b'mod sħiħ fi flus kontanti talbiet tal-MV minħabba ċaqliq sever fir-rata tal-interessi (pereżempju 100 punt bażi) u l-PSAs, bħala riżultat, ma jkollhomx aċċess għall-finanzjament meħtieġ biex jissodisfaw it-talbiet tal-MV

kieku kellhom jiddependu fuq is-suq repo bilaterali. Dan jirriżulta f'talbiet ta' marġini mhux imħallsa li jpoġġu l-PSAs f'inadempjenza u jikkawżaw effetti indiretti fuq is-swieq kollha.

Skont dan l-arranġament, is-sensar tal-ikklerjar tal-PSA jkun espost għall-konsegwenzi tal-inadempjenza tal-PSA peress li jista' jkun obbligat kuntrattwalment li jissodisfa t-talbiet tal-MV f'isem il-klijent tal-PSA. Is-sensara tal-ikklerjar huma ġeneralment banek tal-ogħla livell u b'hekk joħolqu riskji sinifikanti għas-sistema finanzjarja usa'.

(vi) Self ta' stokk permezz ta' aġenzija

Skont mudell ta' self ta' stokk permezz ta' aġenziji, il-PSA jsellef titoli mill-portafoll tiegħu stess lil partijiet terzi u jirċievi kollateral fil-forma ta' flus kontanti mill-mutwatarju li jistgħu jintużaw biex jissodisfaw it-talbiet tal-MV.

Is-self ta' stokk diġà qed jintuża minn ħafna PSAs permezz ta' arranġamenti operattivi u ġuridiċi stabbiliti. Madankollu, l-abilità tal-PSA li jsellef tiddependi fuq il-ħtiġijiet ta' parteċipanti fis-suq oħra biex jissellfu l-assi offruti f'kull ħin. Jekk il-kontropartijiet iridux jissellfu l-istokk u għal liema tul ta' żmien huwa lil hinn mill-kontroll tal-PSAs. Is-self ta' stokk għalhekk ma jistax jitqies bħala sors ta' finanzjament affidabbli. Bħal fil-każ tal-arranġament ta' hawn fuq, dan ikollu l-potenzjal li jirriżulta f'talbiet ta' marġini mhux imħallsa li jistgħu jwasslu għall-inadempjenza tas-sensar tal-ikklerjar tal-PSA.

(vii) Self garantit minn entitajiet mhux finanzjarji

L-istudju ta' referenza jidentifika li bosta entitajiet korporattivi kbar bħalissa għandhom riżervi kbar ta' flus kontanti li huma jistgħu jsellfu b'mod sikur.

Din l-alternattiva tkun tinvolvi li l-PSA jibgħat titoli taħt tranżazzjoni repo u jirċievi flus kontanti mingħand l-entità korporattiva bħala kollateral kontra r-riakkwist, simili għas-soluzzjoni alternattiva potenzjali deskritta taħt (v).

Bħalissa ma hemm l-ebda suq stabbilit għal self korporattiv garantit għall-PSAs għalhekk waqt li kunċettwalment il-korporattivi jistgħu jkollhom mezz biex jipprovdu flus kontanti lill-PSAs sabiex jissodisfaw it-talbiet tal-MV tas-CCP, il-kapaċità u l-volatilità ta' suq bħal dan huma impossibbli li jiġu vvalutati. Din l-alternattiva tqajjem ukoll mistoqsijiet dwar jekk l-istabbiliment ta' suq bħal dan jkunx jeħtieġ regolamentazzjoni, u l-impatt li dan ikollu fuq il-kostijiet u d-disponibilità. Għalhekk ma jistax jitqies bħala għażla alternattiva vijabbli.

4. KONKLUŻJONIJIET

4.1. PROGRESS U SFORZ MAGĦMULA MIS-CCPs

Jista' jiġi konkluż li, bl-eċċezzjoni tas-servizz repo tal-PSA propost identifikat fit-taqsima 3, l-ebda progress suffiċjenti ma jidher li sar mis-CCPs sabiex jiżviluppaw soluzzjonijiet tekniċi għat-trasferiment ta' kollateral mhux fi flus kontanti bħala MV. L-ebda waħda mis-soluzzjonijiet alternattivi potenzjali bbażati fuq l-infrastruttura analizzati deskritti taħt il-punti (i) sa (iv) tat-taqsima 3.2 ma jidhru li qed jiġu segwiti minn kwalunkwe CCPs. Jista' jiġi konkluż li dan huwa dovut għall-ostakoli li dan ir-rapport jidentifika. Madankollu, is-CCPs għandhom ikomplu jikkunsidraw modi li bihom l-ostakoli identifikati għall-implimentazzjoni tas-soluzzjonijiet alternattivi potenzjali jistgħu jingħelbu fil-prattika.

In-nuqqas ta' progress biex jiġu identifikati u żviluppati soluzzjonijiet vijabbli jista' jiġi spjegat mill-fatt li dawk is-CCPs li għadhom ma żviluppawx soluzzjonijiet bħalissa mhumiex f'pożizzjoni li jipprovdu servizzi bħal dawn peress li ma joperawx diġà xi servizzi tan-negozjar jew tal-ikklerjar fis-swieq repo li jistgħu jkunu ta' bażi biex jiffaċilitaw it-trasformazzjoni tal-kollateral. Wieħed jista' jassumi wkoll li s-CCPs ikkonċentraw ir-riżorsi tagħhom matul l-aħħar sentejn sa tliet snin biex iġibu s-servizzi tagħhom f'konformità mal-ħtiġijiet implimentati riċentement skont l-EMIR, kif ukoll aspetti oħra ta' riformi regolatorji tal-UE u internazzjonali.[v] Riżorsi konsiderevoli ġew użati wkoll mis-CCPs fl-iżvilupp ta' soluzzjonijiet ta' kklerjar lill-klijent ġeneralment, peress li l-obbligi tal-ikklerjar skont l-EMIR se jestendu għal parteċipanti fis-suq ta' daqs żgħir u medju (inklużi l-PSAs) li mhumiex kapaċi jikklerjaw direttament bħala membri tal-ikklerjar. In-nuqqas ta' sforzi fl-iżvilupp ta' soluzzjonijiet tekniċi jista' għalhekk jiġi attribwit ukoll għall-fatt li s-CCPs ma rnexxielhomx jagħtu prijorità lil żviluppi ġodda f'dan il-qasam.

4.2 MIŻURI MEĦTIEĠA

Il-Kummissjoni se tkompli tissorvelja l-iżvilupp tas-servizz ibbażat fuq ir-repo propost mis-CCP rilevanti, sabiex tevalwa jekk din l-attenzjoni hijiex miżmuma u jekk is-soluzzjoni hijiex implimentata mingħajr tfixkil fl-2015 kif antiċipat. L-implimentazzjoni b'suċċess ta' dan is-servizz propost se tiddependi wkoll fuq il-kooperazzjoni kontinwa tal-parteċipanti tal-PSA potenzjali.

Il-Kummissjoni se tkompli wkoll l-impenn ma' CCPs oħra tal-UE li jikklerjaw tranżazzjonijiet derivati OTC rilevanti (rata ta' interessi u/jew tpartit ta' inflazzjoni) sabiex tivvaluta jekk soluzzjonijiet simili jistgħux jiġu adottati minn dawn is-CCPs. Kif identifikat hawn fuq, dan jista' jiddependi fuq il-ħila ta' CCPs oħra li joffru servizzi f'negozjar u kklerjar repo kif ukoll ikklerjar derivati OTC. Madankollu, il-Kummissjoni tħeġġeġ bis-saħħa lis-CCPs kollha tal-UE, f'kooperazzjoni mal-membri tal-ikklerjar tagħhom u mal-PSAs, biex ikomplu l-kunsiderazzjoni tagħhom ta' kif l-ostakoli analizzati f'dan ir-rapport jistgħu jingħelbu biex jinkisbu soluzzjonijiet tal-

ikklerjar li – jew individwalment jew f'kombinazzjoni – jistgħu jipprovdu l-kapaċità meħtieġa għall-PSAs sabiex jikklerjaw ċentralment it-tranżazzjonijiet derivati OTC tagħhom, b'inqas impatt fuq ir-renditi tagħhom. Soluzzjoni xierqa tippermetti lill-PSAs li jkomplu l-attività tad-derivati OTC tagħhom mingħajr kost inibittiv filwaqt li jipprovdu l-benefiċċji tal-ikklerjar ċentrali lill-kontropartijiet tagħhom u lis-sistema finanzjarja usa'.

Madankollu, il-Kummissjoni tirrikonoxxi li, fin-nuqqas ta' soluzzjoni, il-PSAs fl-aħħar mill-aħħar se jintalbu jissostitwixxu titoli għal flus kontanti sabiex iżommu bafer ta' flus kontanti suffiċjenti biex jissodisfaw talbiet tal-MV potenzjali, mhux iktar tard minn Awwissu 2018. Għandu jiġi kkunsidrat ukoll li, għalkemm l-ebda waħda mis-soluzzjonijiet alternattivi potenzjali ma tidher li tipprovdi soluzzjoni sodisfaċenti b'mod komprensiv għall-PSAs, jista' jkun hemm bżonn li tintuża taħlita ta' trasformazzjoni tal-kollateral. Il-Kummissjoni tinkoraġġixxi wkoll lill-industrija biex tikkunsidra liema opportunitajiet ta' finanzjament aktar fit-tul (bħal bonds koperti jew titoli garantiti b'assi) jistgħu jkunu disponibbli għall-PSAs li, individwalment jew f'kombinazzjoni, jistgħu jipprovdu sors ta' finanzjament suffiċjenti b'kunfidenza, inkluż fi żminijiet ta' stress. Huwa rikonoxxut li tali opportunitajiet ta' finanzjament jistgħu jkunu dipendenti fuq il-kapaċità tal-PSA li jżomm titolu ġuridiku u/jew kontroll fuq it-titoli li qed jiġu skambjati għal flus kontanti u għalhekk tkun meħtieġa l-flessibilità.

4.3 EFFETT POTENZJALMENT NEGATTIV TA' KUNTRATTI DERIVATTIVI TAL-IKKLERJAR FUQ IL-BENEFIĊĊJI TAL-IRTIRAR TA' PENSJONANTI FUTURI

Fin-nuqqas ta' disponibbiltà ta' eżenzjoni mill-obbligu tal-ikklerjar, il-PSAs ikunu mġiegħla jżommu riżervi ta' flus kontanti minflok ta' assi li huma iktar produttivi li jżommu b'mod komuni bħal bonds tal-Gvern. Li jkomplu jżommu assi mhux fi flus kontanti u li jiddependu fuq is-swieq repo miftuħa fuq bażi *ad hoc* ma jipprovdix biżżejjed ċertezza. Kif indikat fl-istudju ta' referenza, l-ostakolu prinċipali identifikabbli biex isir dan huwa l-fatt li s-swieq repo bilaterali attwali ma jidhrux li jżommu likwidità suffiċjenti biex jifilħu l-ħtiġijiet tal-PSAs tal-UE f'xenarji ta' stress. Din il-konklużjoni hija bbażata fuq l-analiżi tas-swieq tal-bonds tal-Gvern tal-UE. L-istudju ta' referenza jindika li t-talba tal-MV aggregata għal ċaqliq ta' 100 punt bażi tkun ta' EUR 204–255 biljun għall-PSAs tal-UE. Minn dawn, EUR 98–123 biljun (82–103 biljun lira sterlina) huma relatati ma' PSAs tar-Renju Unit, u b'mod predominanti jkunu marbuta ma' assi tal-isterlina, u EUR 106–130 biljun ikunu relatati ma' assi tal-euro (u forsi muniti oħrajn).

Anki jekk il-PSAs kienu l-uniċi parteċipanti attivi f'dawn is-swieq, il-ħtieġa tal-MV totali għal ċaqliq bħal dan taqbeż il-kapaċità ta' kuljum apparenti tas-swieq repo tar-Renju Unit u x'aktarx li taqbeż il-partijiet rilevanti tas-suq repo ta' bonds tal-Gvern

tal-UE — jiġifieri primarjament dak f'bonds tal-Gvern Ġermaniż (bunds). Il-likwidità tar-repo teżisti f'titoli oħra inqas likwidi iżda xorta ta' grad għoli għalkemm is-swieq għal dawn l-istrumenti huma ħafna aktar suxxettibbli li jinxtorbu fi żminijiet ta' stress.

Iż-żamma ta' riżervi ta' flus kontanti biex ikopru ċaqliq tas-suq potenzjali se tnaqqas ir-renditi globali miksuba fuq l-investimenti magħmula għall-benefiċċju ta' pensjonanti li jappartjenu għall-iskemi, li fl-aħħar mill-aħħar jista' jnaqqas l-ammonti totali mħallsa mill-PSAs bħala pensjoni għal dawn il-benefiċjarji.

Skont l-istudju ta' referenza, il-kostijiet ta' ċaqliq minn kollateralizzazzjoni bilaterali għal trasferiment tal-MV fi flus kontanti mas-CCPs jistgħu konsegwentement jammontaw għal tnaqqis fil-perċentwali akkumulat f'pensjonijiet sa 3,1 fil-mija fil-Pajjiżi l-Baxxi u 2,3 fil-mija fir-Renju Unit ibbażat fuq perjodu ta' 40 sena. L-impatt totali mistenni fuq pensjonijiet madwar l-UE matul 20-40 sena jkun sa 3,66 %. Dan huwa direttament attribwibbli għat-tnaqqis fir-renditi tal-investiment antiċipati b'konsegwenza tal-obbligu li jinżammu riżervi ta' flus kontanti minflok titoli mhux fi flus.

Dan huwa impatt sinifikanti li x'aktarx jaffettwa lill-pensjonanti madwar l-UE u jista' jitqies sproporzjonat għall-benefiċċji mogħtija mill-obbligu li l-PSAs għandhom jikklerjaw f'dan l-istadju. Din il-konklużjoni tqis il-fatt li t-tranżazzjonijiet fi kwalunkwe każ se jkunu meħtieġa li jkunu kollateralizzati fuq bażi bilaterali taħt il-ħtiġijiet tal-marġini bilaterali li jmiss skont l-Artikolu 11(3) tal-EMIR, biex b'hekk jittaffa r-riskju tal-kreditu tal-kontroparti fi tranżazzjonijiet li għalihom huma kontroparti kemm, mill-perspettiva tal-banek u l-PSAs.

Huwa possibbli li PSAs fl-estremità għolja tal-iskala ta' dan l-impatt jistgħu jagħżlu li ma jiħħeġġjawx l-obbligazzjonijiet tagħhom sabiex iżommu l-livelli attwali ta' pensjonijiet għall-benefiċjarji. Dan joħloq ir-riskju ta' telf fuq l-investimenti bħala riżultat ta' volatilità tas-suq ħeġġjat li jista' ugwalment iwassal għal tnaqqis tal-pensjonijiet.

Madankollu, għandu jiġi nnutat li, minħabba li l-maġġoranza sinifikanti ta' kuntratti derivati OTC standardizzati jiċċaqilqu għal ikklerjar ċentrali, kuntratti mhux ikklerjati jistgħu jsiru inqas likwidi matul iż-żmien. Dan fih innifsu jnaqqas id-differenxjal tal-kost globali bejn kuntratti kklerjati u dawk mhux ikklerjati fil-futur.

4.4 PROPOSTA GĦAL ATT DELEGAT

Il-Kummissjoni tqis li l-isforz meħtieġ biex jiġu żviluppati soluzzjonijiet tekniċi xierqa għadu ma sarx f'dan il-punt u li l-effett negattiv ta' kuntratti derivati ta' kklerjar ċentrali fuq il-benefiċċji tal-irtirar tal-pensjonanti futuri jibqa' mhux mibdul.

Il-Kummissjoni għaldaqstant biħsiebha tipproponi estensjoni tal-perjodu ta' tliet snin imsemmi fl-Artikolu 89(1) tal-EMIR b'sentejn permezz ta' Att Delegat. Il-Kummissjoni tkompli tissorvelja s-sitwazzjoni fir-rigward ta' soluzzjonijiet tekniċi biex il-PSAs jibagħtu assi mhux fi flus kontanti biex jissodisfaw talbiet tal-MV tas-CCPs sabiex tevalwa jekk dan il-perjodu għandux ikun estiż b'sena oħra.

[i] Kif definit skont l-Artikolu 2(10) tal-EMIR.

[ii] L-Artikolu 89(1) u (2) tar-Regolament EMIR, l-eżenzjoni tapplika biss għal derivati OTC li huma oġġettivament mkejla bħala li jnaqqsu r-riskji ta' investiment direttament relatati mas-solvenza finanzjarja ta' arranġamenti ta' skemi tal-pensjonijiet u meta l-PSA jiltaqa' ma' diffikultajiet biex jissodisfa dawk il-ħtiġijiet tal-MV.

iii L-istudju ta' referenza se jkun disponibbli fuq il-websajt tal-Kummissjoni Ewropea http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#maincontentSec2

[iv] Għandu jiġi nnutat li s-servizz taħt żvilupp ma jkunx limitat għall-PSAs iżda jista' jkun offrut lil parteċipanti oħra fis-suq bi ħtiġijiet simili.

[v] Diversi CCPs tal-UE huma awtorizzati u operattivi f'ġuriżdizzjonijiet ta' pajjiżi terzi.