COMMISSIONE
EUROPEA

Bruxelles, 3.2.2015
COM(2015) 39 final

RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO

ai sensi dell'articolo 85, paragrafo 2, del regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni, atta a valutare i progressi e gli sforzi compiuti dalle CCP nello sviluppo di soluzioni tecniche per il trasferimento da parte degli schemi pensionistici di garanzie non in contanti come margini di variazione, nonché la necessità di eventuali misure miranti a favorire tale soluzione

1. INTRODUZIONE

Il regolamento (UE) n. 648/2012 sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (EMIR) è stato pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea (UE) il 27 luglio 2012 ed è entrato in vigore il 16 agosto 2012.

Ai sensi dell'EMIR, i derivati OTC che sono standardizzati (ossia che soddisfano criteri di ammissibilità predefiniti) e che hanno un alto livello di liquidità, saranno soggetti a un obbligo di compensazione a livello centralizzato e dovranno essere compensati mediante controparti centrali (CCP).

Le CCP sono persone giuridiche che si interpongono tra due controparti di un'operazione agendo come "acquirente nei confronti di ciascun venditore" e come "venditore nei confronti di ciascun acquirente". In qualità di controparte di tutte le posizioni, la CCP sopporta il rischio di credito di controparte qualora una delle proprie controparti fallisca.

Le CCP hanno lo scopo di far fronte all'inadempimento di un partecipante diretto o di un cliente, soprattutto mediante l'utilizzo di requisiti frequenti e conservatori in materia di garanzie – o "margini" – calcolati per coprire qualsiasi perdita potenziale in caso di inadempimento. Le CCP accettano soltanto attività altamente liquide, solitamente contante, come garanzia per soddisfare le richieste di margini di variazione (MV) in modo da consentire una rapida liquidazione nel caso di inadempimento.

In molti Stati membri gli schemi pensionistici (*Pension Scheme Arrangements* - PSA)[i] sono partecipanti attivi ai mercati dei derivati OTC. Solitamente però gli schemi pensionistici riducono al minimo le loro posizioni per cassa, detenendo invece gli investimenti a più alto rendimento come i titoli per garantire forti rendimenti per i propri pensionati - beneficiari. Poiché le CCP non possono accettare attività non in contanti come garanzia per soddisfare le richieste di margini di variazione, gli schemi pensionistici dovrebbero generare contante nel breve periodo con assunzione di contante in prestito o mediante la vendita di altre attività, per soddisfare le richieste di margini della controparte centrale. Attualmente la situazione è diversa nel quadro di relazioni bilaterali, in cui gli schemi pensionistici sono in grado di depositare attività non in contanti presso le controparti bilaterali, nella misura in cui è richiesto un margine. Il mantenimento di riserve in contanti genera alti costi di opportunità per gli schemi pensionistici, a causa del basso livello di interesse acquisito sulle garanzie in contanti. I costi della compensazione a livello centralizzato ridurrebbero quindi, in ultima analisi, il reddito da pensione dei pensionati in questione se gli schemi pensionistici dovessero depositare contante per soddisfare le richieste di margini di variazione.

Pertanto, la Commissione, il Consiglio e il Parlamento hanno concordato una deroga temporanea di tre anni all'obbligo di compensazione per gli schemi pensionistici che soddisfano determinati criteri[ii], conformemente all'articolo 89, paragrafo 1, dell'EMIR. La deroga può essere anche estesa, complessivamente per un periodo massimo di tre anni. Il periodo di transizione è stato esplicitamente previsto dall'EMIR per concedere altro tempo alle CCP, affinché queste possano sviluppare soluzioni tecniche per il trasferimento di garanzie non in contanti, al fine di soddisfare le richieste di margini di variazione.

2. SCOPO DELLA RELAZIONE

Ai sensi dell'articolo 85, paragrafo 2, dell'EMIR, la presente relazione si propone di valutare i progressi e gli sforzi compiuti dalle CCP nello sviluppo di soluzioni tecniche per il trasferimento da parte degli schemi pensionistici di garanzie non in contanti come margini di variazione, nonché la necessità di eventuali misure miranti a favorire tale soluzione.

Ai sensi dell'articolo 85, paragrafo 2, dell'EMIR, inoltre, se la Commissione ritiene che da parte delle CCP non siano stati realizzati i necessari sforzi atti a sviluppare le opportune soluzioni tecniche e che restino immutati gli effetti negativi della compensazione centrale di contratti derivati sulle prestazioni pensionistiche dei pensionati futuri, alla Commissione è conferito il potere di adottare atti delegati conformemente all'articolo 82 per estendere una volta di due anni e una volta di un anno il periodo di tre anni di cui all'articolo 89, paragrafo 1.

Per garantire una valutazione completa della situazione attuale, la Commissione ha commissionato uno studio di riferimento al fine di accertare se le CCP abbiano realizzato i necessari sforzi atti a sviluppare le opportune soluzioni tecniche per il trasferimento di garanzie non in contanti come margini di variazione da parte degli schemi pensionistici. Lo studio di riferimento inoltre esamina soluzioni potenziali e alternative. Detto studio infine analizza gli effetti della rimozione della deroga in mancanza di una soluzione, calcolando la riduzione del reddito da pensione per i beneficiari degli schemi pensionistici interessati[iii].

Ai sensi dell'articolo 85, paragrafo 2, la Commissione europea ha consultato l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati e l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali per redigere la presente relazione.

3. GLI SFORZI COMPIUTI DALLE CCP

3.1. UN SERVIZIO “REPO” PER GLI SCHEMI PENSIONISTICI

In questa fase soltanto una CCP ha dimostrato di aver intrapreso sforzi considerevoli al fine di sviluppare una soluzione per il deposito di attività non in contanti per soddisfare le richieste di margini di variazione.

La CCP in questione sta sviluppando attivamente un servizio (in appresso “il servizio REPO per gli schemi pensionistici”[iv]) che potrebbe rispondere alle esigenze degli schemi pensionistici di utilizzare attività non in contanti per soddisfare le richieste di margini di variazione di cui ha bisogno.

Il servizio proposto consentirebbe a un numero limitato di partecipanti al mercato *non-dealer* (tra cui gli schemi pensionistici) di diventare membri del suo servizio di negoziazione e compensazione per le operazioni di vendita con patto di riacquisto (REPO). In un’operazione REPO, una parte vende un’attività (solitamente titoli a reddito fisso) a un’altra parte e si impegna a riacquistare l’attività a un prezzo concordato a una data futura. L’attività funge da garanzia e attenua il rischio di credito di controparte sopportato dall’acquirente nei confronti del venditore. Le operazioni REPO sono quindi uno strumento che consente agli schemi pensionistici di trasformare le proprie attività non in contanti nel contante richiesto dalle CCP per soddisfare le richieste di margini di variazione, mantenendo la proprietà e – aspetto essenziale – i rendimenti degli investimenti relativi alle attività nel lungo periodo. Nell’ambito del servizio REPO proposto per gli schemi pensionistici, questi concluderebbero operazioni REPO con altri partecipanti al mercato del servizio di negoziazione utilizzando i titoli che esso detiene già nel normale corso degli investimenti. Tali operazioni si svolgerebbero sulla piattaforma di negoziazione REPO delle CCP e sarebbero automaticamente compensate attraverso il servizio di compensazione. Il contante raccolto con le operazioni REPO potrebbe quindi essere depositato presso la CCP per soddisfare le sue richieste di margini di variazione. Le stesse REPO sarebbero compensate attraverso la CCP e quindi il rischio di credito di controparte per lo schema pensionistico in quest’operazione sarebbe attenuato dalla CCP.

Questo servizio consentirebbe agli schemi pensionistici di eseguire REPO centralizzando nel contempo la gestione delle posizioni presso la CCP e attenuando ogni residuo rischio bilaterale di credito di controparte nelle operazioni REPO rivolgendosi alla CCP invece che alla controparte della REPO.

Poiché il servizio REPO per gli schemi pensionistici è ancora in fase di sviluppo, permangono alcune questioni importanti da chiarire circa la fattibilità di un simile servizio. Come illustrato più in dettaglio nella sezione 4.3, si ritiene che la capacità dei mercati bilaterali REPO possa essere insufficiente perché gli schemi pensionistici siano in grado di fornire il contante necessario a soddisfare le richieste di margini di

variazione della CCP nei periodi di tensione sui mercati. È quindi opportuno chiedersi se i mercati REPO compensati si svilupperanno in modo da fornire la capacità supplementare richiesta dagli schemi pensionistici. La capacità delle banche fornitrici di liquidità REPO di rimuovere i rischi bilaterali dalle proprie transazioni rivolgendosi invece alla CCP potrebbe dar luogo a requisiti patrimoniali inferiori che a loro volta potrebbero incentivare una maggiore attività REPO. Tuttavia altri fattori normativi potrebbero influire sullo sviluppo dei mercati REPO, tra il breve e il medio periodo, tra cui le iniziative di regolamentazione adottate nell'ambito di Basilea III e la proposta di imposta UE sulle transazioni finanziarie, nonché possibili principi sugli scarti di garanzia obbligatori da applicare al valore delle attività conformemente a quanto stabilito dal gruppo di lavoro del Consiglio per la stabilità finanziaria in materia di prestito titoli e REPO. È possibile che i mercati REPO diventino meno attraenti per i fornitori di liquidità e di conseguenza subiscano una contrazione.

Non è poi chiaro se tutti gli schemi pensionistici (o almeno la maggioranza di essi) che hanno difficoltà a soddisfare le richieste di margini di variazione in contanti sarebbero in grado di utilizzare tale servizio. Ciò è dovuto al fatto che i partecipanti al servizio dovranno accedere alla CCP nell'ambito di uno speciale accordo di adesione che obbligherebbe gli schemi pensionistici a contribuire a uno speciale fondo di garanzia in caso di inadempimento. Detto fondo non sarebbe utilizzato per coprire le perdite di altri partecipanti diretti come avviene per gli accordi convenzionali di adesione, ma andrebbe a coprire soltanto le perdite dirette provocate dal potenziale inadempimento dello schema pensionistico stesso. Di conseguenza, esso non è esposto alle perdite causate da altri partecipanti diretti inadempienti. Tuttavia, comporterà l'anticipo di un'ulteriore garanzia che potrebbe non essere accettabile per tutti gli schemi pensionistici e i rispettivi gestori o fiduciari.

Infine in questa fase di sviluppo non sono noti i costi per l'utilizzo del potenziale servizio REPO da parte degli schemi pensionistici. È possibile che per concludere operazioni REPO compensate i costi saranno maggiori di quelli legati alla sottoscrizione di operazioni REPO bilaterali. Questo è dovuto al fatto che gli schemi pensionistici dovranno mantenere un fondo di garanzia in caso di inadempimento, come descritto in precedenza, e pagare una tariffa di compensazione connessa all'operazione stessa. Vi saranno anche costi di attuazione affinché lo schema pensionistico possa realizzare connessioni operative con il servizio, nonché accordi giuridici.

Questo servizio potenziale è ancora in fase di sviluppo; il suo varo è previsto per la prima metà del 2015. La Commissione continuerà a impegnarsi con la CCP in questione e gli schemi pensionistici non appena il servizio entrerà sul mercato, al fine di valutare la sua capacità di soddisfare le esigenze degli schemi pensionistici.

La Commissione valuterà inoltre con interesse la capacità di altre CCP di sviluppare servizi simili.

Poiché il servizio proposto deve ancora essere varato, la Commissione ha preso in considerazione altre potenziali soluzioni tecniche per capire se vi siano altre misure che possono essere adottate dalle CCP per consentire agli schemi pensionistici di depositare attività non in contanti per soddisfare le richieste di margini di variazione. Queste potenziali soluzioni tecniche sono delineate di seguito. La fattibilità di ciascuna opzione viene valutata, tenendo conto dei relativi ostacoli di natura giuridica, commerciale, politica e pratica, dei rischi associati e di tutti i costi che probabilmente gli schemi pensionistici dovrebbero sostenere.

Lo studio di riferimento ha altresì considerato l'esistenza di soluzioni alternative al di fuori delle infrastrutture delle CCP affinché gli schemi pensionistici possano compensare a livello centralizzato senza influire negativamente sui redditi da pensione. Anche queste soluzioni alternative sono illustrate di seguito, con un'analisi della loro fattibilità.

Eventuali rischi connessi alle soluzioni tecniche o alternative devono ovviamente essere valutati rispetto al livello di attenuazione del rischio sistemico garantito dalla compensazione a livello centralizzato.

3.2. POTENZIALI SOLUZIONI ALTERNATIVE

(i) Trasformazione delle garanzie da parte delle CCP

Questo comporterebbe un servizio REPO offerto dalle CCP agli schemi pensionistici nel quale la CCP sarebbe la controparte principale dell'operazione REPO, e fornirebbe contante allo schema pensionistico in cambio di titoli. In questo senso la logica di base è comparabile a quella del servizio REPO per gli schemi pensionistici in fase di sviluppo da parte della CCP di cui sopra. Tuttavia questa soluzione potenziale non tiene conto della capacità della CCP di creare anche un'offerta per una piattaforma di negoziazione REPO organizzata e un servizio di compensazione associato.

La CCP interessata dovrebbe quindi eseguire una REPO *back-to-back* con un terzo per raccogliere contante. Il terzo in questione sarebbe una banca *dealer* nel mercato REPO o una banca centrale.

È opinabile che un accordo in cui la banca centrale sia l'unica fonte di liquidità per le REPO sarebbe accettabile per tale banca centrale; pertanto, la discussione ipotizza una soluzione in cui la CCP preveda di utilizzare le banche commerciali in condizioni "normali" e usi la banca centrale soltanto in scenari di mercato negativi.

Attualmente non tutte le CCP accedono sistematicamente ai servizi offerti dalle banche centrali. Alcune CCP dell'Unione europea hanno attualmente accesso al credito infragiornaliero e, in particolari condizioni, al credito *overnight*. Tale accesso tuttavia potrebbe non essere adatto ad attuare un servizio standard per la

trasformazione di garanzie sulla base di REPO. A tale scopo, le CCP dovrebbero poter accedere almeno a servizi *overnight* o a operazioni di credito di durata superiore per evitare di rinnovare le REPO a breve termine su base giornaliera. Ciò comporterebbe un cambiamento nelle prassi tra CCP e banche centrali che le banche centrali e le rispettive parti interessate dovrebbero considerare attentamente.

Questa soluzione potenziale fa sì che le CCP assumano un più alto livello di rischio in termini di volume di operazioni REPO e della conseguente esposizione nei confronti del rischio di credito di controparte e di mercato. A sua volta questo aumenta il rischio sistemico posto dalle CCP.

Tra gli altri ostacoli si annoverano la necessità di investimenti da parte delle CCP in termini della necessaria capacità di gestione della tesoreria e della negoziazione nonché cambiamenti di natura operativa e giuridica – soprattutto nelle procedure in caso di inadempimento in cui potrebbe essere necessario liquidare contemporaneamente le operazioni REPO con un partecipante diretto inadempiente e i portafogli di derivati OTC interessati.

(ii) Accettazione diretta di attività non in contanti con trasferimento ai destinatari di margini di variazione

In tal caso la CCP consentirebbe agli schemi pensionistici di depositare e ricevere margini di variazione sotto forma di attività non in contanti che detiene già, come i titoli di Stato. Queste attività verrebbero quindi trasferite alla controparte di un'operazione *in-the-money*.

Una CCP dovrebbe offrire la compensazione di due serie parallele di prodotti alle stesse condizioni economiche di base – una per la quale il margine di variazione sarebbe pagato e ricevuto in contanti e l'altra per la quale sarebbe depositato e ricevuto sotto forma di specifici titoli ammissibili. Ciò ridurrebbe la liquidità del mercato, con maggiori probabilità di ampliare gli *spread* di negoziazione e ridurre la flessibilità per il *porting* o la liquidazione delle posizioni di un partecipante inadempiente presso la CCP. Inoltre non sarebbe possibile compensare le richieste di garanzia fra i due prodotti.

La necessità di un tempestivo regolamento delle operazioni costituisce un altro ostacolo principale alla fattibilità di questa opzione. I partecipanti che depositano margini di variazione non in contanti dovrebbero essere capaci di trasferire i titoli sotto il nome della CCP lo stesso giorno in cui viene avanzata la richiesta di garanzia. Tuttavia, questo sarebbe difficile da realizzare nella pratica, poiché il regolamento nello stesso giorno non è attualmente una prassi standard dei depositari centrali di titoli (*Central Securities Depositories* - CSD). Un'altra difficoltà è data dal fatto che i titoli possono essere scambiati soltanto in unità trasferibili. Poiché gli importi dei margini di variazione pagabili o esigibili saranno calcolati dalla CCP in valori monetari, la CCP dovrà fissare una convenzione di mercato per la modalità di

conversione di questi valori nella quantità cedibile di qualsiasi titolo che il pagatore del margine di variazione decide di depositare, con conseguenti differenze di arrotondamento e adeguamenti di contanti tra la CCP e i partecipanti diretti.

Le CCP, i partecipanti diretti, i depositari, i gestori patrimoniali e gli schemi pensionistici dovrebbero sostenere altri costi, pari a diversi milioni di euro, per garantire le necessarie capacità operative su questo fronte.

In termini di legalità, esistono anche dubbi sul fatto che il trasferimento di titoli al destinatario dei margini di variazione possa soddisfare il requisito di alcuni schemi pensionistici di controllare le proprie attività.

(iii) Accettazione di attività non in contanti con diritto di garanzia trasferito ai destinatari dei margini di variazione

La CCP consentirebbe anche in questo caso agli schemi pensionistici di depositare il margine di variazione sotto forma di titoli, come previsto al punto (ii).

Tuttavia, invece di trasferire i titoli alle controparti che devono ricevere il margine di variazione, la CCP creerebbe un diritto di garanzia sui titoli depositati, a favore del destinatario del margine di variazione.

Con questa soluzione, le attività depositate per soddisfare la richiesta di margini di variazione non sono trasferite al destinatario del margine di variazione e quindi il rischio previsto dal contratto non è effettivamente regolato. Esiste semplicemente un credito legale il cui valore è destinato a variare nel tempo. In caso di inadempimento, il valore del credito sarebbe incerto fino alla sua liquidazione. Questo rischio supplementare farebbe sì che il prezzo del contratto debba essere definito diversamente, rendendolo più costoso dei contratti soggetti a normale regolamento in contanti, e creando ancora una volta una biforcazione dei prodotti compensati con minore liquidità nell'ambito del prodotto concepito ad hoc per gli schemi pensionistici.

Il rischio giuridico rappresenta un ostacolo anche per questa soluzione, giacché i diritti di garanzia non sono sempre soggetti agli stessi quadri giuridici in tutta l'UE. Ciò potrebbe condurre a un'incertezza giuridica sulla situazione che si verificherebbe in caso di inadempimento.

(iv) Garanzia quadripartita per il diritto di garanzia del margine di variazione

Si tratta di una variazione della soluzione precedente nella quale i titoli sarebbero detenuti presso un depositario sulla base di un accordo tra il depositario stesso, lo schema pensionistico, la controparte della transazione originaria e la CCP.

Questo accordo consentirebbe agli schemi pensionistici di depositare attività non in contanti come margini di variazione senza doverle trasformare in contante. La garanzia invece sarebbe fornita sotto forma di diritto di garanzia a favore della controparte. Lo schema pensionistico esternalizzerebbe la gestione delle proprie garanzie a un depositario mediante un accordo formalizzato tra le quattro parti interessate, ossia: lo schema pensionistico, la controparte, la CCP e il depositario. La soluzione sarebbe fondata sugli esistenti servizi di gestione delle garanzie tripartite.

Questa soluzione presenta le stesse difficoltà di quella precedente, poiché genera un rischio di credito di controparte non regolato, che è controintuitivo rispetto alla funzione del margine di variazione e potrebbe essere fonte di preoccupazione per i partecipanti diretti, le controparti e le autorità di regolamentazione.

Ancora una volta si creerebbe una biforcazione dei prodotti, con complicazioni in termini di liquidità e compensazione.

(v) Trasformazione delle garanzie da parte dei partecipanti diretti

Questa prima alternativa a una soluzione tecnica presso la CCP è la possibilità per gli schemi pensionistici di raccogliere contante eseguendo operazioni REPO con i propri partecipanti diretti al di fuori dell'infrastruttura della CCP.

Solitamente, i partecipanti diretti delle CCP competenti per i derivati OTC appartengono a gruppi bancari attivi anche nel mercato delle REPO. Ciò significa che i partecipanti diretti sono apparentemente nella situazione adatta per offrire, a questo scopo, servizi REPO agli schemi pensionistici loro clienti senza investire in nuove operazioni commerciali. Tale servizio potrebbe anche essere prestato agli schemi pensionistici indipendentemente dai loro *broker* di compensazione designati da una banca terza.

Tuttavia le dimensioni attuali dei mercati REPO bilaterali potrebbero non presentare una capacità sufficiente a fornire il contante di cui gli schemi pensionistici avrebbero bisogno per far fronte alle loro passività in relazione al margine di variazione. In ogni caso, le linee REPO non sarebbero garantite dagli intermediari e potrebbero essere ritirate in periodi di stress.

In base ai risultati dello studio di riferimento (cfr. in particolare la sezione 5.7.3), il mercato REPO non sarebbe tuttavia in grado di far fronte alla domanda aggregata degli schemi pensionistici che cercano di finanziare le richieste di margini di variazione per intero in contanti a causa di una grave oscillazione dei tassi di interesse (per esempio di 100 punti base) e gli schemi pensionistici, di conseguenza, non avrebbero accesso ai finanziamenti necessari per soddisfare le richieste di margini di variazione se dovessero affidarsi al mercato bilaterale REPO. Ciò darebbe luogo a

richieste di margini non soddisfatte rendendo inadempienti gli schemi pensionistici e provocando ripercussioni a catena nei mercati.

In base a questo accordo, il *broker* di compensazione degli schemi pensionistici sarebbe esposto alle conseguenze dell'inadempimento dello schema pensionistico, giacché potrebbe essere contrattualmente obbligato a soddisfare le richieste di margini di variazione per conto dello schema pensionistico suo cliente. I *broker* di compensazione sono solitamente banche di alto livello e quindi pongono considerevoli rischi per il più ampio sistema finanziario.

(vi) Agency stock lending

In un modello di *agency stock lending*, lo schema pensionistico concede in prestito titoli del proprio portafoglio a terzi e riceve una garanzia sotto forma di contante da parte del mutuatario che potrebbe essere utilizzata per soddisfare le richieste di margini di variazione.

Il prestito di titoli è già utilizzato da molti schemi pensionistici mediante accordi operativi e giuridici consolidati. Tuttavia, la capacità dello schema pensionistico di concedere un prestito dipende dalle esigenze di altri partecipanti al mercato di prendere in prestito le attività offerte in qualsiasi momento. Il fatto che le controparti vogliano effettivamente prendere in prestito dei titoli e per quale durata esula dal controllo degli schemi pensionistici. Il prestito di titoli quindi non può essere considerato una fonte affidabile di finanziamento. Come per la soluzione precedente, questo potrebbe dar luogo a richieste di margini non soddisfatte e rendere inadempiente il *broker* di compensazione dello schema pensionistico.

(vii) Operazioni di prestito garantite ad opera di soggetti non finanziari

Secondo lo studio di riferimento, attualmente molte grandi imprese dispongono di cospicue riserve in contanti che sarebbero disposte a prestare in modo sicuro.

Questa opzione alternativa comporterebbe il deposito di titoli da parte dello schema pensionistico nell'ambito di un'operazione REPO e il ricevimento di contante da parte dell'impresa come garanzia a fronte del riacquisto, analogamente alla potenziale soluzione alternativa illustrata al punto (v).

Attualmente non esiste un mercato consolidato per prestiti societari sicuri agli schemi pensionistici. Pertanto, anche se teoricamente le imprese potrebbero disporre dei mezzi necessari a fornire contante agli schemi pensionistici al fine di soddisfare le richieste di margini di variazione delle CCP, non è possibile valutare la capacità e la volatilità di un simile mercato. Questa alternativa solleva inoltre dubbi sul fatto che l'istituzione

di un simile mercato richieda una regolamentazione, mettendo in evidenza i relativi effetti in termini di costi e disponibilità. Non può quindi essere considerata un'opzione alternativa realizzabile.

4. CONCLUSIONI

4.1. PROGRESSI E SFORZI COMPIUTI DALLE CCP

Si può concludere che, eccezion fatta per il servizio REPO proposto per gli schemi pensionistici di cui alla sezione 3, apparentemente le CCP non hanno compiuto progressi sufficienti per sviluppare soluzioni tecniche del problema del trasferimento di garanzie non in contanti come margini di variazione. A quanto pare, nessuna delle potenziali soluzioni alternative analizzate e basate sulle infrastrutture illustrate ai punti da (i) a (iv) della sezione 3.2 è stata adottata dalle CCP. Si può concludere che ciò è dovuto agli ostacoli individuati dalla presente relazione. Tuttavia, le CCP dovrebbero continuare a considerare le varie possibilità per superare in pratica gli ostacoli individuati che si frappongono all'attuazione delle potenziali soluzioni alternative.

I mancati progressi nell'individuazione e nello sviluppo di soluzioni realizzabili potrebbero spiegarsi con il fatto che le CCP che non hanno sviluppato soluzioni attualmente non sono in una posizione adatta a fornire tali servizi, poiché non prestano già servizi di negoziazione né di compensazione nei mercati REPO su cui potersi basare per favorire la trasformazione delle garanzie. Si può anche ipotizzare che, negli ultimi due o tre anni, le CCP abbiano concentrato le proprie risorse sull'adeguamento dei loro servizi ai requisiti attuati di recente ai sensi dell'EMIR, nonché su altri aspetti delle riforme normative internazionali e dell'UE[v]. Le CCP hanno inoltre impegnato considerevoli risorse nello sviluppo di soluzioni di compensazione dei clienti in generale, poiché gli obblighi di compensazione ai sensi dell'EMIR si estenderanno ai partecipanti al mercato di piccole e medie dimensioni (compresi gli schemi pensionistici) che non sono in grado di compensare direttamente in qualità di partecipanti diretti. L'assenza di sforzi nello sviluppo di soluzioni tecniche potrebbe quindi anche essere attribuita al fatto che in questo settore le CCP non sono state in grado di attribuire priorità a nuovi sviluppi.

4.2 MISURE RICHIESTE

La Commissione continuerà a monitorare lo sviluppo del servizio su base REPO proposto dalla CCP pertinente per valutare se si continua a rivolgere la stessa attenzione a questo tema e se la soluzione sarà attuata agevolmente nel 2015 come previsto. L'attuazione con successo del servizio proposto dipenderà anche dalla continua cooperazione dei potenziali schemi pensionistici partecipanti.

La Commissione continuerà inoltre a impegnarsi con altre CCP dell'Unione europea per compensare le pertinenti operazioni in derivati OTC (*swap* su tassi d'interesse e/o sul tasso d'inflazione), per valutare se soluzioni simili possano essere adottate da tali CCP. Come indicato in precedenza, ciò potrebbe dipendere dalla capacità di altre CCP di offrire servizi di negoziazione e compensazione per le operazioni REPO nonché di compensazione dei derivati OTC. Ciononostante, la Commissione esorta vivamente tutte le CCP dell'UE, in cooperazione con i propri partecipanti diretti e con gli schemi pensionistici, a proseguire l'esame del modo in cui superare gli ostacoli analizzati nella presente relazione per ottenere soluzioni di compensazione che – individualmente o congiuntamente – possano fornire agli schemi pensionistici la capacità necessaria per compensare a livello centralizzato le proprie operazioni in derivati OTC con effetti minori sui loro rendimenti. Una soluzione adeguata consentirà agli schemi pensionistici di portare avanti la propria attività nel settore dei derivati OTC senza costi eccessivi, offrendo i benefici della compensazione a livello centralizzato alle loro controparti e al più ampio sistema finanziario.

Tuttavia la Commissione riconosce che, in mancanza di una soluzione, gli schemi pensionistici dovranno infine sostituire i titoli con il contante, in modo da mantenere una riserva di liquidità sufficiente per soddisfare le potenziali richieste di margini di variazione, al più tardi a partire da agosto 2018. È altresì opportuno considerare che, benché nessuna delle potenziali soluzioni alternative sembri fornire una soluzione del tutto soddisfacente per gli schemi pensionistici, potrebbe essere necessario utilizzare una combinazione di trasformazioni delle garanzie. La Commissione invita inoltre il settore a considerare quali opportunità di finanziamento di più lungo periodo (come le obbligazioni garantite o i titoli garantiti da attività) potrebbero essere disponibili agli schemi pensionistici che, individualmente o congiuntamente, potrebbero fornire una fonte sufficiente di finanziamento sicura, anche in periodi di stress. Si riconosce che tali opportunità di finanziamento potrebbero dipendere dalla capacità dello schema pensionistico di mantenere il titolo giuridico e/o il controllo sui titoli scambiati con contante, e sarebbe quindi necessaria una certa flessibilità.

4.3 POTENZIALI EFFETTI NEGATIVI DELLA COMPENSAZIONE CENTRALE DI CONTRATTI DERIVATI SULLE PRESTAZIONI PENSIONISTICHE DEI PENSIONATI FUTURI

In mancanza di una deroga all'obbligo di compensazione, gli schemi pensionistici sarebbero costretti a detenere riserve in contanti invece delle attività a più alto rendimento che essi detengono solitamente, come i titoli di Stato. Il fatto di continuare a detenere attività non in contanti e di affidarsi ai mercati REPO aperti su una base ad hoc non offre sufficiente certezza. Come indicato nello studio di riferimento, il principale ostacolo identificabile al riguardo sta nel fatto che gli attuali mercati REPO bilaterali non sembrano detenere liquidità sufficiente per rispondere alle esigenze degli

schemi pensionistici UE in scenari di stress. Questa conclusione si basa sull'analisi dei mercati dei titoli di Stato dell'UE. Lo studio di riferimento indica che la richiesta aggregata di margini di variazione per uno spostamento di 100 punti base equivarrebbe a 204-255 miliardi di EUR per gli schemi pensionistici dell'UE. Di tale importo, 98-123 miliardi di EUR (82-103 miliardi di sterline) riguarderebbero gli schemi pensionistici del Regno Unito e sarebbero essenzialmente legati ad attività in sterline, mentre 106–130 miliardi di EUR riguarderebbero attività in euro (e forse in altre valute).

Anche se gli schemi pensionistici fossero gli unici partecipanti attivi in questi mercati, il fabbisogno totale in ordine al margine di variazione per tale spostamento supererebbe la capacità giornaliera apparente dei mercati REPO di *gilt* del Regno Unito e, probabilmente, supererebbe le parti pertinenti del mercato REPO di titoli di Stato dell'UE, ossia essenzialmente quello dei titoli di Stato del governo tedesco (*Bund*). La liquidità REPO esiste in altri titoli caratterizzati da una minore liquidità ma di prima qualità, benché i mercati per questi strumenti siano molto più soggetti a contrazioni in periodi di stress.

Il fatto di detenere riserve in contanti per coprire potenziali movimenti del mercato ridurrà i rendimenti complessivi ottenuti sugli investimenti fatti a vantaggio dei pensionati che appartengono agli schemi, il che in ultima analisi potrebbe ridurre gli importi complessivi erogati dagli schemi pensionistici come reddito da pensione a tali beneficiari.

Secondo lo studio di riferimento, i costi del passaggio da una collateralizzazione bilaterale al deposito di margini di variazione in contante presso le CCP potrebbero quindi determinare una riduzione percentuale cumulata nei redditi da pensione fino al 3,1% nei Paesi Bassi e al 2,3% nel Regno Unito in un periodo di 40 anni. L'impatto totale previsto sui redditi da pensione in tutta l'UE, in un periodo di 20-40 anni, raggiungerebbe il 3,66%. Ciò è direttamente attribuibile alla riduzione dei rendimenti degli investimenti previsti conseguente all'obbligo di detenere riserve in contanti invece di titoli non in contanti.

Si tratta di un impatto considerevole che probabilmente interesserebbe i pensionati di tutta l'UE e che può essere ritenuto spropositato rispetto ai benefici che si otterrebbero imponendo agli schemi pensionistici l'obbligo di compensazione in questa fase. Tale conclusione tiene conto del fatto che, in ogni caso, le operazioni dovranno essere collateralizzate su base bilaterale conformemente agli imminenti requisiti bilaterali in materia di margini di cui all'articolo 11, paragrafo 3, dell'EMIR, attenuando così il rischio di credito di controparte nelle operazioni di cui sono controparti dal punto di vista sia delle banche, sia degli schemi pensionistici.

È possibile che gli schemi pensionistici collocati all'estremità superiore della scala di tale impatto scelgano di non coprire le proprie passività per mantenere gli attuali livelli di reddito da pensione per i beneficiari. Ciò darebbe luogo a rischi di perdite sugli

investimenti a causa della volatilità del mercato scoperto che produrrebbe analogamente una riduzione dei redditi da pensione.

Occorre tuttavia osservare che, quando una cospicua maggioranza di contratti derivati OTC standardizzati passa a una compensazione a livello centralizzato, con il passare del tempo la liquidità dei contratti non compensati potrebbe ridursi. Questo di per sé, in futuro, ridurrebbe il differenziale dei costi totali tra contratti compensati e non compensati.

4.4 PROPOSTA DI ATTO DELEGATO

La Commissione ritiene che finora non siano stati realizzati gli sforzi necessari atti a sviluppare le opportune soluzioni tecniche e che restino immutati gli effetti negativi della compensazione centrale di contratti derivati sulle prestazioni pensionistiche dei pensionati futuri.

Pertanto, la Commissione intende proporre una proroga di due anni del periodo di tre anni di cui all'articolo 89, paragrafo 1, dell'EMIR mediante un atto delegato. La Commissione continuerà a monitorare la situazione in relazione alle soluzioni tecniche che consentano agli schemi pensionistici di depositare attività non in contanti per soddisfare le richieste di margini di variazione delle CCP al fine di valutare l'opportunità di prorogare questo periodo di un ulteriore anno.

---

[i] Secondo la definizione dell'articolo 2, punto 10, dell'EMIR.

[ii] Ai sensi dell'articolo 89, paragrafi 1 e 2, dell'EMIR, la deroga si applica solo ai derivati OTC di cui può essere oggettivamente quantificata la attenuazione dei rischi di investimento direttamente riconducibile alla solvibilità finanziaria degli schemi pensionistici e laddove gli schemi pensionistici incontrano difficoltà nel soddisfare i requisiti in ordine al margine di variazione.

[iii] Lo studio di riferimento sarà reso disponibile sul sito Internet della Commissione europea al seguente indirizzo:
http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#maincontentSec2.

[iv] Occorre osservare che il servizio in fase di sviluppo non sarebbe limitato agli schemi pensionistici ma potrebbe essere offerto ad altri partecipanti al mercato caratterizzati da simili esigenze.

[v] Molte CCP dell'Unione europea sono autorizzate e operative nelle giurisdizioni di paesi terzi.