COMISIA
EUROPEANĂ

Bruxelles, 9.6.2022
COM(2022) 254 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, astfel cum a fost modificat prin Regulamentul (UE) 2019/834, de evaluare a măsurii în care au fost dezvoltate soluții tehnice viabile pentru transferul de către sistemele de pensii a garanțiilor în numerar și a garanțiilor nemonetare ca marje de variație, precum și a necesității adoptării unor măsuri care să faciliteze respectivele soluții tehnice viabile

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, astfel cum a fost modificat prin Regulamentul (UE) 2019/834, de evaluare a măsurii în care au fost dezvoltate soluții tehnice viabile pentru transferul de către sistemele de pensii a garanțiilor în numerar și a garanțiilor nemonetare ca marje de variație, precum și a necesității adoptării unor măsuri care să faciliteze respectivele soluții tehnice viabile

1. INTRODUCERE

Regulamentul privind infrastructura pieței europene[1] (EMIR) conține o exceptare temporară de la obligația de compensare centrală pentru entitățile care gestionează sisteme de pensii (SP-uri), în legătură cu anumite tipuri de instrumente financiare derivate extrabursiere[2]. Exceptarea a fost prelungită de mai multe ori începând din 2012[3]. În prezent, aceasta este valabilă până la 18 iunie 2022. Comisia poate adopta un act delegat, prin intermediul căruia să prelungească pentru ultima dată exceptarea până în iunie 2023.

Impunerea în sarcina SP-urilor a obligației de compensare la nivelul unei părți de compensare centrale (CPC) a contractelor derivate extrabursiere le-ar putea determina pe acestea să transforme o cantitate semnificativă din activele lor în numerar sau în alte active cu un grad ridicat de lichiditate, cum ar fi depozite bancare, acțiuni ale fondurilor de piață monetară, contracte repo sau linii de credit, pentru a putea oferi „marje”[4] CPC-urilor. Obligația de compensare și cerința asociată de a furniza marje[5] se referă în special la necesitatea de a asigura un volum suficient de numerar pentru marja de variație[6] care trebuie acoperită în mod

[1] Regulamentul (UE) nr. 648/2012 privind instrumentele financiare derivate extrabursiere, contrapărțile centrale și registrele centrale de tranzacții.

[2] În temeiul articolului 2 punctul 10 din EMIR, SP-urile includ instituțiile pentru furnizarea de pensii ocupaționale (IORP), astfel cum sunt definite la articolul 6 litera (a) din Directiva 2003/41/CE, activitățile de furnizare de pensii ocupaționale ale instituțiilor care intră sub incidența articolului 3 din directiva menționată, furnizarea de pensii ocupaționale de către întreprinderile de asigurare care intră sub incidența Directivei 2002/83/CE (în anumite situații), precum și alte entități sau sisteme autorizate și supravegheate, care funcționează la nivel național și al căror scop principal este furnizarea de pensii. În temeiul articolului 89 alineatul (1) din EMIR, exceptarea se referă la instrumentele financiare derivate extrabursiere care au efectul măsurabil în mod obiectiv de a reduce riscurile investițiilor direct legate de solvabilitatea financiară a SP-urilor.

[3] Exceptarea a fost prelungită cel mai recent în mai 2021 prin Regulamentul delegat (UE) 2021/962 al Comisiei de prelungire a perioadei de tranziție menționate la articolul 89 alineatul (1) primul paragraf din Regulamentul (UE) nr. 648/2012.

[4] Marja este garanția pe care un investitor trebuie să o depună. EMIR face distincție între marja inițială și marja de variație. Marja inițială este destinată să acopere fluctuațiile de valoare actuale și pe cele potențiale viitoare.

[5] Entitățile care gestionează sisteme de pensii, al căror scop principal îl reprezintă acordarea unor prestații la pensie, de obicei sub forma unor plăți pe viață, dar și sub forma unor plăți pe o perioadă determinată sau a unei sume forfetare, își reduc de obicei la minimum valoarea alocată sub formă de numerar pentru a obține o eficiență și un randament maxime pentru deținătorii lor de polițe. A se vedea Regulamentul (UE) nr. 648/2012 privind instrumentele financiare derivate extrabursiere, contrapărțile centrale și registrele centrale de tranzacții, considerentul 26.

[6] Marja de variație este o garanție colectată periodic de o parte pentru a reflecta modificările valorii de piață a unui contract în derulare. Întrucât apelurile în marjă trebuie plătite, de regulă, într-un termen scurt (de exemplu, peste noapte sau chiar pe parcursul zilei), poziția lichidității joacă un rol central, întrucât numerarul este instrumentul cel mai utilizat pentru a răspunde acestor apeluri.

regulat și într-un termen scurt. Prin urmare, există riscul ca, în cazul în care SP-urilor li se solicită prematur să compenseze la nivel central contractele derivate extrabursiere, acest lucru să conducă la renunțarea de către SP-uri la o proporție semnificativă din activele lor în schimbul fondurilor bănești, pentru a constitui amortizoare de capital în vederea respectării eventualelor cerințe de marjă ale CPC-urilor, reducând astfel resursele alocate investițiilor generatoare de venituri care să acopere pensiile viitoare. Totuși, obiectivul final al regulamentului rămâne compensarea centrală pentru SP-uri cât mai curând posibil.

Articolul 85 alineatul (2) din EMIR prevede obligația Comisiei de a întocmi rapoarte anuale în care să evalueze dacă au fost dezvoltate soluții tehnice viabile pentru transferul de către sistemele de pensii al garanțiilor în numerar și al garanțiilor nemonetare ca marjă de variație, precum și necesitatea unor măsuri care să faciliteze adoptarea acestora. Acesta este al treilea raport al Comisiei și prezintă progresele înregistrate până în prezent.

2. CONTRIBUȚII PRIMITE

De la intrarea în vigoare a EMIR REFIT la 17 iunie 2019[7], s-au depus eforturi în cadrul mai multor *foruri* în vederea monitorizării progreselor înregistrate de către SP-uri în direcția compensării centrale. S-au primit contribuții din partea Autorității Europene pentru Valori Mobiliare și Piețe (ESMA), a Agenției Bancare Europene (ABE), a Autorității Europene de Asigurări și Pensii Ocupaționale (EIOPA) și a Comitetului european pentru risc sistemic (CERS), precum și din partea participanților pe piață prin intermediul grupului de experți privind SP-urile[8]. ESMA, în cooperare cu ABE, EIOPA și CERS, a prezentat Comisiei rapoarte anuale în care a evaluat chestiunea respectivă, în conformitate cu dispozițiile EMIR. Comisia a primit primul raport[9] în aprilie 2020. Al doilea raport[10] a fost prezentat Comisiei în decembrie 2020[11]. Cel mai recent[12] raport al ESMA a fost transmis Comisiei în ianuarie 2022.

Ținând seama de contribuțiile primite, Comisia a publicat, până în prezent, două rapoarte,[13,14] evaluând condițiile de lichiditate și analizând diferite mecanisme de compensare pentru

[7] Regulamentul (UE) 2019/834 al Parlamentului European și al Consiliului de modificare a Regulamentului (UE) nr. 648/2012 în ceea ce privește obligația de compensare, suspendarea obligației de compensare, cerințele de raportare, tehnicile de atenuare a riscurilor pentru contractele derivate extrabursiere care nu sunt compensate de o contraparte centrală, înregistrarea și supravegherea registrelor centrale de tranzacții și cerințele aplicabile registrelor centrale de tranzacții (EMIR REFIT).

[8] Potrivit articolului 85 alineatul (2) din EMIR, Comisia Europeană a înființat un grup de experți care include reprezentanți ai CPC-urilor, ai membrilor compensatori, ai SP-urilor și ai altor părți relevante, pentru a monitoriza eforturile acestora și a evalua progresele înregistrate în direcția găsirii unor soluții tehnice viabile.

[9] „Central clearing solutions for pension scheme arrangements" (Soluții de compensare centrală pentru sistemele de pensii), Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe, 2 aprilie 2020, ESMA70-151-2823.

[10] „Report on the central clearing solutions for pension scheme arrangements (No.2)" [Raport privind soluțiile de compensare centrală pentru sistemele de pensii (nr. 2)], Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe, 17 decembrie 2020, ESMA70-151-3248.

[11] Ibid. Pentru detalii, a se vedea capitolul 4 „Consultare publică". Constatările celui de al doilea raport au fost susținute de o amplă consultare publică. În cadrul acesteia, au fost colectate opinii de la părțile interesate, date actualizate cu privire la portofoliile SP-urilor europene și la impactul cantitativ al trecerii portofoliilor lor de instrumente financiare derivate extrabursiere la compensarea centrală.

[12] „The clearing obligation for pension scheme arrangements" (Obligația de compensare pentru sistemele de pensii), Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe, 25 ianuarie 2022, ESMA70-451-110.

[13] COM(2020) 574 final.

[14] COM(2021) 224 final.

fondurile de pensii. Aceste rapoarte expuneau argumentele referitoare la prelungirile ulterioare ale exceptării[15].

În raportul din ianuarie 2022, ESMA a concluzionat că descrierea, analiza și constatările prezentate în amănunt în cel de al doilea raport detaliat erau încă valabile. Aceasta a considerat că este puțin probabil ca, în pofida eforturilor părților interesate și ale autorităților de reglementare, să existe o soluție unică pentru a răspunde preocupărilor SP-urilor. Ar trebui să se aibă în vedere mai degrabă o combinație de soluții care să faciliteze accesul la lichiditate sau să reducă presiunea exercitată de efectuarea compensării. Prin urmare, cel mai recent raport a pus accentul pe evaluarea gradului de pregătire operațională a SP-urilor în vederea compensării instrumentelor lor financiare derivate extrabursiere pe rata dobânzii. ESMA a concluzionat că SP-urile sunt în mare măsură pregătite din punct de vedere operațional, remarcând că acestea dispun de o combinație de soluții, prin urmare, a considerat că nu existau suficiente motive pentru a trata SP-urile în mod diferit față de alți participanți pe piață. Totodată, ESMA a subliniat că prelungirea exceptării de la obligația de compensare ar trebui privită în contextul mai larg al consolidării capacității de compensare în UE și al creșterii atractivității CPC-urilor din UE, la care poate contribui, de asemenea, încetarea acestei exceptări.

Totuși, potrivit ESMA, o serie de considerente operaționale ar justifica să se acorde SP-urilor mai mult timp înainte de a le supune obligației de compensare. În special, ESMA a subliniat că SP-urile și participanții pe piață relevanți au nevoie de timp pentru a-și finaliza mecanismele de compensare și pe cele de gestionare a garanțiilor. Aceasta a adăugat, de asemenea, că decizia Comisiei trebuie să fie comunicată cu suficient timp înainte pentru a permite tuturor părților vizate să își adapteze planurile de punere în aplicare. Ținând seama de cele de mai sus, ESMA a recomandat o prelungire suplimentară a exceptării de la obligația de compensare până la 19 iunie 2023.

De la ultimul raport al Comisiei din mai 2021, grupul de experți privind SP-urile s-a reunit de trei ori. Participanții au confirmat că SP-urile sunt în mare măsură pregătite pentru compensare, dispun de mecanisme de compensare și compensează în mod voluntar unele tranzacții. Totodată, SP-urile au subliniat că persistă problema de fond a accesului la numerar. Pentru a găsi soluții în acest sens, grupul de experți privind SP-urile a discutat în special despre contractele repo compensate ca fiind o posibilă soluție în materie de lichidități. Totuși, SP-urile au remarcat că, deși acesta este un pas în direcția cea bună, dependența excesivă de piața contractelor repo compensate le-ar face vulnerabile la un risc rezidual de lichiditate în condiții extreme de piață.

3. CONTEXTUL POLITIC

Regatul Unit este un centru-cheie pentru compensarea centrală a instrumentelor financiare derivate și rămâne un loc important pentru compensare de către actorii de pe piața UE, care, de-a lungul anilor, au acumulat un număr semnificativ de poziții la nivelul CPC-urilor din Regatul Unit. Multe SP-uri din UE dețin în prezent mecanisme de compensare atât în UE, cât și în Regatul Unit, însă analiza arată că acestea tind să compenseze în proporții mai mari în Regatul Unit. Pentru a evita riscurile la adresa stabilității financiare a UE, Comisia a adoptat, în septembrie 2020, o decizie de echivalență temporară care vizează cadrul de reglementare și

[15] Exceptarea inițială a fost acordată de EMIR până la 16 august 2018, iar EMIR REFIT a oferit o prelungire suplimentară până în iunie 2021, care ar putea fi extinsă cu încă un an sau doi.

de supraveghere al Regatului Unit în materie de CPC-uri, valabilă inițial până în iunie 2022[16] și prelungită ulterior până la 30 iunie 2025[17]. Între timp, participanții pe piața UE au fost îndemnați să își reducă expunerile față de CPC-urile din Regatul Unit, deoarece amploarea acestor expuneri poate face dificilă gestionarea stabilității financiare de către autoritățile UE în caz de criză.

În ianuarie 2021, Comisia a înființat un grup de lucru care include AES, CERS, BCE și MUS pentru a evalua oportunitățile și provocările transferării compensării instrumentelor financiare derivate de la nivelul CPC-urilor din Regatul Unit către CPC-urile din UE. Totodată, grupul a luat legătura cu mai multe părți interesate pentru a colecta opinii și contribuții. Discuțiile din cadrul grupului au confirmat riscurile la adresa UE care decurg din expunerile față de CPC-urile din Regatul Unit. Astfel de riscuri au fost evidențiate, de asemenea, în evaluarea CPC-urilor sistemice din țări terțe efectuată de ESMA în cadrul EMIR 2.2[18], finalizată în luna decembrie a anului trecut[19].

Prin urmare, pentru a sprijini servicii de compensare eficiente și competitive, Comisia va prezenta, în a doua jumătate a anului 2022, măsuri menite să sporească atractivitatea CPC-urilor din UE pentru participanții pe piață; prin transformarea UE într-un centru al compensării mai atractiv și mai eficient din punctul de vedere al costurilor și prin consolidarea cadrului de supraveghere al UE pentru CPC-uri în vederea unei mai bune gestionări a riscurilor asociate.

În acest context, încetarea exceptării SP-urilor ar putea contribui la dezvoltarea rezervei de lichidități a UE, ceea ce ar putea atrage o compensare suplimentară în UE.

4. EVOLUȚIA DE LA RAPOARTELE INIȚIALE ALE COMISIEI

Exceptarea temporară de la obligația de compensare a urmărit să acorde SP-urilor și altor participanți pe piață relevanți suficient timp în vederea diferențierii surselor de lichiditate, pentru acoperirea nevoilor în materie de marje de variație și pentru dezvoltarea capacității operaționale de gestionare a compensării portofoliilor mari de instrumente financiare derivate.

4.1 Lichiditate

Exceptarea temporară de la obligația de compensare pentru SP-uri urmărește să atenueze impactul pe care această obligație l-ar avea asupra alocării de numerar. Motivul cel mai frecvent pentru utilizarea instrumentelor financiare derivate extrabursiere de către SP-uri este

[16] Decizia de punere în aplicare (UE) 2020/1308 a Comisiei de stabilire, pentru o perioadă limitată, a echivalenței cadrului de reglementare aplicabil contrapărților centrale din Regatul Unit al Marii Britanii și Irlandei de Nord, în conformitate cu Regulamentul (UE) nr. 648/2012 al Parlamentului European și al Consiliului.

[17] Decizia de punere în aplicare (UE) 2022/174 a Comisiei de stabilire, pentru o perioadă limitată, a echivalenței cadrului de reglementare aplicabil contrapărților centrale din Regatul Unit al Marii Britanii și Irlandei de Nord, în conformitate cu Regulamentul (UE) nr. 648/2012 al Parlamentului European și al Consiliului.

[18] Regulamentul (UE) 2019/2099 al Parlamentului European și al Consiliului din 23 octombrie 2019 de modificare a Regulamentului (UE) nr. 648/2012 în ceea ce privește procedurile și autoritățile implicate în autorizarea contrapărților centrale și cerințele pentru recunoașterea contrapărților centrale din țări terțe (JO L 322, 12.12.2019).

[19] ESMA, „Assessment Report under Article 25(2c) of EMIR" [Raport de evaluare în temeiul articolului 25 alineatul (2c) din EMIR], disponibil la

ESMA a constatat că serviciul Swapclear furnizat de LCH Ltd pentru instrumentele financiare derivate pe rata dobânzii exprimate în euro și zloți polonezi, precum și segmentul instrumentelor de tip *credit default swap* și cel al instrumentelor derivate pe rata dobânzii pe termen scurt ale ICE Clear Europe Ltd pentru produse denominate în euro sunt de importanță sistemică semnificativă pentru UE sau pentru unul sau mai multe state membre.

numărul insuficient de emisiuni de obligațiuni de înaltă calitate pe termen lung, ceea ce limitează capacitatea acestora de gestionare adecvată a riscurilor ratei dobânzii[20]. Acesta generează unele preocupări cu privire la accesul la numerar în perioade de criză a pieței[21], atunci când apelurile în marjă se intensifică, iar SP-urile concurează cu alte entități de pe piață în ceea ce privește lichiditatea.

Condițiile de lichiditate pentru SP-uri au evoluat favorabil de la introducerea obligației prevăzute de EMIR de a compensa la nivel central anumite clase de instrumente financiare derivate extrabursiere, menținându-se chiar și în perioadele recente de volatilitate. Cu excepția perioadei martie-aprilie 2020, când apelurile zilnice în marjă au fost semnificativ mai mari decât fluxurile medii observate în mod normal[22], SP-urile nu s-au confruntat cu probleme de lichiditate legate de apelurile în marjă. În martie 2020, plățile efectuate pentru marja de variație au fost mari în comparație cu activele cu un grad ridicat de lichiditate deținute de fondurile de pensii și au creat tensiuni legate de lichiditate în cazul unora dintre acestea[23]. Totuși, fondurile de pensii au avut, în general, capacitatea de a le acoperi[24].

În perioadele de criză a pieței, piața repo poate deveni o sursă importantă de lichiditate pentru participanții pe partea de cumpărare, inclusiv SP-uri. În ultimii ani, participanții pe piață au fost activi în ceea ce privește adaptarea la SP-uri și la alte entități din ecosistemul de compensare a tranzacțiilor repo. Eurex, CPC germană, a instituit un model de „acces direct” pentru a facilita accesul la compensare. Acesta include atât contractele repo, cât și swap-urile pe rata dobânzii. Mai recent, o a doua casă de compensare de la nivelul UE[25] a deschis o ofertă de compensare sponsorizată pe model repo[26], sporind și mai mult capacitatea de transformare a garanțiilor. Se preconizează că aceste modele vor continua să se maturizeze în

[20] „Report to the European Commission on the central clearing solutions for pension scheme arrangements (No. 2)” [Raport către Comisia Europeană referitor la soluțiile de compensare centrală pentru sistemele de pensii (nr. 2)], Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe, 17 decembrie 2020, ESMA70-151-3248.

[21] Fluctuațiile semnificative ale marjei de variație din martie 2020 ilustrează această preocupare. În perioada 11-23 martie 2020, societățile de asigurare și fondurile de pensii europene (SAFP) au fost nevoite să plătească contrapărților lor o sumă suplimentară de 50 de miliarde EUR pentru marja de variație. Peste 90 % din această sumă a fost furnizată de SAFP-urile din Țările de Jos, care au portofolii de dimensiuni și durate excepțional de mari. Sursă: „Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds” (Interconectarea piețelor instrumentelor derivate și a fondurilor de piață monetară prin intermediul societăților de asigurări și al fondurilor de pensii), Banca Centrală Europeană, *Financial Stability Review*, noiembrie 2020.

[22] „Review of margining practices – Consultative report” (Analiza practicilor de stabilire a marjelor – Raport consultativ), Banca Reglementelor Internaționale, octombrie 2021.

[23] „Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds” (Interconectarea piețelor instrumentelor derivate și a fondurilor de piață monetară prin intermediul societăților de asigurări și fondurilor de pensii), Banca Centrală Europeană, *Financial Stability Review*, noiembrie 2020.

[24] De exemplu, marja de variație globală furnizată de SAFP-urile din Țările de Jos în martie 2020 s-a ridicat la aproximativ 77 % din deținerile lor de active cu un grad ridicat de lichiditate, deși este probabil ca aceasta să mascheze o anumită eterogenitate. Sursă: „Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds” (Interconectarea piețelor instrumentelor derivate și a fondurilor de piață monetară prin intermediul societăților de asigurări și al fondurilor de pensii), Banca Centrală Europeană, *Financial Stability Review*, noiembrie 2020.

[25] „LCH RepoClear SA clears first euro repo by Sponsored Member” (LCH RepoClear SA compensează primul contract repo în euro printr-un membru sponsorizat), comunicat de presă al LCH, 10 decembrie 2021.

[26] Aceste modele permit firmelor de pe partea de cumpărare să aibă acces la compensare cu sprijinul unei bănci („agent de compensare-decontare” sau „sponsor”), ceea ce ar facilita, de regulă, plățile efectuate pentru marjă și ar furniza contribuții la fondul de garantare pentru tranzacții.

perioada 2022-2023, ceea ce va duce la o creștere a gradului de adoptare de către sponsorii compensatori și de către participanții de pe partea de cumpărare.

Totuși, SP-urile continuă să raporteze preocupări cu privire la situația lichidității lor. Deși lichiditatea s-a menținut până în prezent la un nivel robust, aceasta se poate contracta, în special pe piața garanțiilor generale[27], pe măsură ce politica monetară se normalizează[28] pe termen mediu. Potrivit SP-urilor, o astfel de evoluție le-ar putea aduce în situația în care să fie nevoite să vândă deținere precum titluri de capital, obligațiuni corporative și obligațiuni de stat. Într-un astfel de context, acestea ar vinde pe o piață în scădere, iar astfel de vânzări de active ar putea exacerba și mai mult presiunea în sens descendent asupra prețurilor în declin ale activelor.

Acestea fiind spuse, ar putea deveni disponibile surse alternative de fluxuri de numerar. De exemplu, prelungirea orarului de funcționare a TARGET2[29] și a T2S[30] spre sfârșitul acestui an ar putea contribui la asigurarea faptului că tranzacțiile de finanțare din facilitățile de tip repo denominate în EUR pot fi decontate la apariția apelurilor în marjă. Deși aceste noi modele de acces par a fi mai adecvate nevoilor SP-urilor mari, ele permit băncilor degrevarea capacității bilanțiere, eventual și în beneficiul SP-urilor de dimensiuni mai mici. Totuși, SP-urile solicită crearea unei legături între banca centrală și platforma contractelor repo compensate, pentru a permite băncilor centrale să intervină pe piața repo și să acționeze în calitate de furnizor de lichiditate pentru fondurile de pensii (precum și pentru alți participanți pe piață) utilizând contracte repo compensate.

Totuși, trebuie remarcat faptul că nici ESMA, în cele trei rapoarte anuale ale sale, nici grupul de experți privind SP-urile nu au menționat deteriorarea, în niciun moment, nici măcar în primăvara anului 2020, a condițiilor de lichiditate într-o asemenea măsură încât să amenințe într-o manieră permanentă capacitatea SP-urilor de a răspunde apelurilor în marjă. În mod similar, serviciile de compensare pentru obligațiunile de stat și tranzacțiile repo au rămas reziliente și stabile, spre deosebire de lichiditatea existentă pe piața operațiunilor repo bilaterale. Chiar și anterior intervenției băncii centrale, niciun fond de piață monetară[31] nu a suspendat răscumpărările, iar piața repo a continuat să funcționeze, ceea ce înseamnă că SP-urile au continuat să aibă acces la lichiditate. Totuși, în perioade de criză, SP-urile pot beneficia indirect de pe urma operațiunilor băncii centrale care vizează sprijinirea segmentelor de piață vulnerabile, astfel cum s-a întâmplat în perioada martie-aprilie 2020, când BCE a

[27] Garanțiile generale reprezintă un ansamblu de emisiuni de titluri de valoare care se tranzacționează pe piața repo la aceeași rată sau la o rată foarte similară a operațiunii repo. Prin urmare, aceste titluri de valoare se pot substitui reciproc fără a modifica într-o măsură semnificativă contractul repo. Lichiditatea pe piață pentru contractele repo cu garanții generale este esențială pentru SP-uri.

[28] „Monetary policy in an uncertain world" (Politica monetară într-o lume nesigură), discurs susținut de Ch. Lagarde, președinta Băncii Centrale Europene, Frankfurt pe Main, 17 martie 2022.

[29] TARGET2 este sistemul de decontare pe bază brută în timp real, deținut și operat de Eurosistem. Acesta decontează plățile aferente operațiunilor de politică monetară ale Eurosistemului, precum și tranzacțiile interbancare și comerciale.

[30] TARGET2-Securities (T2S) este o platformă comună prin intermediul căreia se pot transfera titluri de valoare și numerar între investitorii din întreaga Europă, utilizând norme și practici armonizate. În prezent, 20 de țări europene utilizează T2S.

[31] Un fond de piață monetară investește în instrumente lichide pe termen scurt (de obicei cu scadența de până la un an). Aceste fonduri oferă investitorilor un risc scăzut și capacitatea de a retrage lichiditate (de a dezinvesti) atunci când este necesar.

oferit băncilor facilități de creditare pentru a cumpăra active din fonduri de piață monetară sau care extind garanțiile la obligațiunile bancare negarantate[32].

4.2 Gradul de pregătire operațională în vederea compensării

SP-urile sunt în mare măsură pregătite să compenseze, ceea ce înseamnă că dispun de mecanisme de compensare și compensează în mod voluntar unele tranzacții. Aceste constatări sunt confirmate de cel mai recent raport al ESMA, care a arătat că SP-urile au un grad ridicat de pregătire operațională în vederea compensării[33].

Analiza ESMA indică faptul că aproximativ o treime din tranzacțiile de compensare efectuate de către SP-uri au început să fie compensate în ultimul an. Există totuși unele diferențe între SP-uri (unele dintre acestea compensează marea majoritate a tranzacțiilor lor, unele foarte puține sau chiar deloc), iar activitatea de compensare pare să fie concentrată (aproximativ 70 % din valoarea noțională compensată este atribuită unui număr de doar 5 SP-uri). În ceea ce privește procentul tranzacțiilor compensate, analiza arată că aproximativ 25 % din valoarea noțională (40 % din numărul tranzacțiilor) tranzacționată de SP-uri este compensată. Cu toate acestea, dacă cele mai mari trei SP-uri compensează, în general, 25 % în medie, dar nu mai mult de 25 %-30 % din tranzacțiile lor, SP-urile medii și mici compensează între 0 % și 100 % din tranzacțiile lor.

Soldul activității de compensare dintre Eurex și LCH Ltd pentru swap-urile compensate ale SP-urilor, raportat la volumul total compensat, este totuși egal ca proporție cu cel pentru restul pieței, ceea ce înseamnă că LCH Ltd continuă să dețină o cotă de piață dominantă. Totuși, în ceea ce privește mecanismele de compensare, situația este diferită. Referitor la SP-urile care depășesc pragul marjei inițiale de 8 miliarde EUR, analiza indică procente similare pentru SP-urile care au cel puțin o tranzacție compensată la nivelul Eurex (76 %) și o tranzacție compensată la nivelul LCH Ltd (80 %). Aceasta ar însemna că marea majoritate a SP-urilor de dimensiuni mai mari, care sunt cele mai susceptibile să fie afectate de obligația de compensare, dispun de mecanisme de compensare la nivelul oricăreia dintre cele două CPC-uri. Conform calculelor ESMA, 31 de SP-uri din UE ar face obiectul obligației de compensare în temeiul EMIR, întrucât acestea ar depăși pragurile de compensare[34]. Marea majoritate a acestor SP-uri (80 %) au compensat cel puțin o tranzacție, însă nu neapărat întregul lor portofoliu de instrumente financiare derivate și, prin urmare, dispun de unele mecanisme de compensare. Prin elaborarea strategiei Comisiei privind compensarea, care va fi prezentată spre sfârșitul anului 2022, se urmărește creșterea atractivității compensării în UE.

În final, este important să se sublinieze că, în pofida gradului lor tot mai mare de pregătire operațională, SP-urile și-au exprimat preocuparea cu privire la măsura în care dețin o capacitate suficientă pentru a-și compensa toate instrumentele derivate care fac obiectul obligației de compensare. Acestea au menționat că o rată de compensare mai mare decât nivelurile actuale ar putea genera dificultăți în raport cu limitele capacității de compensare,

---

[32] „EU money market fund regulation – legislative review” (Regulamentul UE privind fondurile de piață monetară – Revizuire legislativă), Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe, 26 martie 2021, ESMA34-49-309.

[33] Aceste constatări au fost prezentate și discutate în cadrul reuniunii grupului de experți al CE din 14 decembrie 2021, iar participanții care au intervenit au confirmat că au observat aceleași tendințe.

[34] EMIR REFIT a definit contrapărțile financiare mici drept entități al căror volum de activitate pe piețele instrumentelor financiare derivate extrabursiere este prea redus pentru a prezenta un risc sistemic important. Aceste contrapărți sunt exceptate de la obligația de compensare, însă le revine în continuare obligația de a face schimb de garanții pentru a atenua orice risc sistemic. A se vedea EMIR REFIT, considerentul 7 și articolul 4 litera (a).

dat fiind numărul redus de membri compensatori sau eventualele limite de compensare ale acestora.

5. CONCLUZIE

Exceptarea actuală de la obligația compensării centrale expiră la 18 iunie 2022. EMIR REFIT permite Comisiei o ultimă prelungire a acestei exceptări temporare până la 18 iunie 2023, în cazul în care aceasta ar ajunge la concluzia că participanții pe piață au nevoie de mai mult timp pentru a dezvolta în continuare soluții tehnice adecvate și a le adopta, iar efectele negative asupra veniturilor din pensii ale compensării la nivel central a contractelor derivate rămân neschimbate.

Analiza Comisiei arată că în cazul SP-urilor condițiile de lichiditate continuă să se îmbunătățească și că au apărut o serie de modele pentru accesul la compensare la nivel central sau pentru transformarea garanțiilor. Deși s-a dovedit greu de găsit o soluție unică pentru ca SP-urile să furnizeze marje CPC-urilor în condiții de criză a pieței, există o serie de instrumente care ar trebui să permită fondurilor de pensii să compenseze în mod eficient în diferite condiții de piață, inclusiv în situații de criză.

Pentru a face pe deplin uz de soluțiile disponibile, fondurile de pensii din SEE vor trebui să își consolideze capacitatea operațională de a compensa și gestiona lichiditatea și garanțiile. Analiza prezentată de ESMA a arătat că numărul de sisteme de compensare pentru SP-uri continuă să crească, dar nivelul de disponibilitate variază de la un sector la altul. Prin urmare, SP-urile și membrii compensatori ai CPC-urilor acestora ar avea nevoie de mai mult timp pentru a finaliza mecanismele necesare pentru compensarea tuturor contractelor vizate. Totodată, este nevoie de timp pentru a aborda pregătirea în materie de lichiditate a SP-urilor, deoarece nu toate par să aibă o gestionare adecvată a lichidității. În special, autoritățile naționale competente din statele membre cu piețe mai mari ale SP-urilor au arătat că au fost instituite inițiative de supraveghere pentru a îmbunătăți această situație[35]. În final, strategia Comisiei privind compensarea va genera o activitate mai intensă la nivelul caselor de compensare cu sediul în UE, oferind SP-urilor un acces mai larg la servicii de compensare competitive și eficiente.

În concluzie, începând din 2019, s-au înregistrat progrese substanțiale în direcția compensării centrale pentru SP-uri, inclusiv pentru unele SP-uri care trec parțial la compensarea centrală pe bază voluntară. Totuși, sunt necesare măsuri operaționale suplimentare. În special, CPC-urile din UE ar trebui să utilizeze perioada alocată pentru a-și dezvolta în continuare modelele de facilitare a accesului și de transformare a garanțiilor, pentru a-și spori atractivitatea în rândul SP-urilor, în special al celor de dimensiuni mai mici, care în prezent par a fi mai reticente la compensare. Totodată, fondurile de pensii ar trebui să se asigure că dispun de suficiente competențe și capacități organizaționale pentru a gestiona compensarea portofoliilor lor de instrumente financiare derivate. Din aceste motive, Comisia va prelungi pentru un ultim an exceptarea de la obligația de compensare pentru SP-uri. Începând cu 19 iunie 2023, sistemele de pensii vor intra sub incidența obligației de compensare în temeiul EMIR.

[35] „The clearing obligation for pension scheme arrangements” (Obligația de compensare pentru sistemele de pensii), Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe, 25 ianuarie 2022, ESMA70-451-110, punctul 26.