



IL-KUMMISSJONI
EWROPEA

Brussell, 23.9.2020
COM(2020) 574 final

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

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

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

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

1. INTRODUZZJONI

Ir-Regolament dwar l-Infrastruttura tas-Suq Ewropew (EMIR, European Market Infrastructures Regulation)¹, li fl-2012 introduċa fl-UE r-riformi tal-G20 dwar il-kuntratti tad-derivattivi barra l-Borża (OTC, over-the-counter), ta' eżenzjoni temporanja lil entitajiet li joperaw arranġamenti tal-iskema tal-pensjonijiet (PSAs, pension scheme arrangements) mill-obbligu tal-ikklerjar ċentrali, fir-rigward ta' ċerti tipi ta' derivattivi OTC².

Skont ir-Regolament, il-PSAs jinkludu Istituzzjonijiet għall-Provvista ta' Rtirar Okkupazzjonali (IORP, Institutions for Occupational Retirement Provisions) kif definiti skont l-Artikolu 6(a) tad-Direttiva 2003/41/KE, in-negozji tal-istituzzjonijiet għall-provvista ta' rtirar okkupazzjonali skont l-Artikolu 3 ta' dik id-Direttiva, il-provvista ta' rtirar okkupazzjonali ta' impriži tal-assigurazzjoni koperti mid-Direttiva 2002/83/KE (sakemm l-assi u l-obbligazzjonijiet assoċjati ma' tali negozju jiġu sseparati mill-attivitajiet l-oħra tal-impriża tal-assigurazzjoni), kif ukoll entitajiet jew arranġamenti oħra awtorizzati jew taħt superviżjoni li joperaw fuq bażi nazzjonali bl-għan ewlieni li jiġu pprovduti benefiċċji tal-irtirar.

L-eżenzjoni temporanja ngħatat sabiex jitqiesu l-karatteristiċi speċifiċi tal-mudell ta' negozju ta' tali entitajiet u l-impatt li l-ikklerjar obbligatorju jista' jkollu fuq il-pensjonijiet: kif imfakkar fil-Premessa 26 tal-EMIR, l-entitajiet li joperaw arranġamenti tal-iskema tal-pensjonijiet "tipikament jimminimizzaw l-allokkazzjoni tagħhom għal flus kontanti sabiex jimmassimizzaw l-effiċjenza u r-rendiment għat-titolari tal-poloz tagħhom. Għalhekk, li dawn l-entitajiet ikunu meħtieġa jikklerjaw kuntratti tad-derivati OTC f'post ċentrali, jirriżulta fl-iżvestiment ta' proporzjon sinifikanti tal-assi tagħhom fi flus kontanti sabiex huma jkunu jistgħu jissodisfaw ir-rekwiżiti tal-margni li għaddejjin tal-kontropartijiet ċentrali". L-ikklerjar ta' derivattivi OTC ċentralment jirrikjedi ammonti adegwati ta' flus disponibbli sabiex jiġu ssodisfati r-rekwiżiti tal-

¹ Ir-Regolament (UE) Nru 648/2012.

² Din l-eżenzjoni tikkonċerna kuntratti tad-derivattivi OTC li huma oggettivament miżurabbli bħala li jnaqqsu r-riskji ta' investiment direttament relatati mas-solvenza finanzjarja tal-arranġamenti tal-iskema tal-pensjonijiet, u għal entitajiet stabbiliti biex jipprovdut kumpens lill-membri ta' tali arranġamenti f'każ ta' inadempjenza u għal PSAs li jiltaqgħu ma' diffikultajiet biex jilhqqu r-rekwiżiti tal-margni ta' varjazzjoni (l-Artikolu 89 tal-EMIR).

marġni tal-kontropartijiet ċentrali (CCPs, central counterparties). Kif jirrikonoxxi l-qafas tal-EMIR, iż-żamma ta' ammonti kbar ta' flus sabiex jiġu ssodisfati l-appelli potenzjali għall-marġni ta' varjazzjoni jista' jkollha impatt negattiv fuq l-introjt tal-irtirar tal-pensjonanti.

Fl-2014, studju indipendenti pprovdut lill-Kummissjoni mill-Europe Economics and Bourse Consult stima l-marġni ta' varjazzjoni potenzjali li l-fondi tal-pensjonijiet tal-UE jistgħu jkunu meħtieġa jhallsu fil-każ ta' bidla ta' 1 % fir-rati. Filwaqt li l-istudju xorta kopra lir-Renju Unit, ir-riżultati li eskludew lir-Renju Unit urew li tali ammont jista' jvarja bejn 106 u 133 biljun euro, u dan ikompli jiżdied f'xenarji ta' krizi aktar gravi.

Aktar reċentement, saru studji oħra mill-Eurosistema³ u mill-bank ċentrali Daniż⁴. Tali studji jissuggerixxu li l-marġni ta' varjazzjoni potenzjali tal-fondi tal-pensjonijiet Netherlandiżi u Daniżi – li jammontaw għal madwar 52 % tal-assi finanzjarji tal-fondi tal-pensjonijiet tal-UE (eskluz ir-Renju Unit)⁵ – ikun inqas minn EUR 53 biljun u DKK 106 biljun (jew madwar EUR 14 biljun) rispettivament fl-istess xenarju ta' krizi (bidla ta' 1 % fir-rati), jiġifieri ftit inqas miċ-ċifri korrispondenti⁶ tal-istudju indipendenti msemmi hawn fuq. Abbażi tal-bilanċi tal-flus disponibbli, in-nuqqas aggregat ta' flus jista' jammonta sa 17-il biljun euro għall-fondi tal-pensjonijiet kollha taż-żona tal-euro.⁷

Ċaqliq simili fir-rati, fil-kostijiet u fir-riskji mhuwiex speċifiku għall-PSAs biss, iżda jkollu impatt fuq ditti finanzjarji oħra li jikklerjaw ċentralment ukoll (eż. il-fondi ta' investiment, il-kumpaniji tal-assigurazzjoni), u jistgħu jinholqu wkoll riskji ta' inadempjenza għan-nuqqas ta' kollateral eligibbli fil-każ ta' negozjar bilaterali tad-derivattivi, mhux biss fid-dinja tal-ikklerjar ċentrali. Madankollu, kif tirrikonoxxi l-ESMA fl-ewwel rapport tagħha dwar dan is-sugġett, il-PSAs jidhru li huma aktar kostretti fil-kapaċità tagħhom li jimmitigaw dawn ir-riskji permezz ta' flessibilità fl-istrategiji ta' investiment, id-disponibbiltà ta' investimenti li jaqblu mal-obbligazzjonijiet tagħhom, l-aċċess għas-sorsi ta' likwidità, kif diskuss fit-taqsimiet li ġejjin.

L-eżenzjoni temporanja kienet maħsuba biex tipprovi ż-żmien meħtieġ sabiex tinstab soluzzjoni teknika xierqa, li tippermetti lill-PSAs jikklerjaw ċentralment fis-CCPs

³ Il-Bank Ċentrali Ewropew, Financial Stability Review (Analizi tal-Istabbiltà Finanzjarja), Mejju 2020. L-istimi għall-fondi tal-pensjonijiet Netherlandiżi huma bejn 36 u 47 biljun euro; peress li l-fondi tal-pensjonijiet Netherlandiżi jkollhom madwar 89 % tal-iswaps tar-rati tal-imghax tal-fondi tal-pensjonijiet taż-żona tal-euro, l-appell għall-marġni tal-fondi tal-pensjonijiet taż-żona tal-euro kollha huwa stmat li jvarja bejn 40 u 53 biljun euro.

⁴ Danmarks Nationalbank, "Pension companies will have large liquidity needs if interest rates rise", Novembru 2019.

⁵ Skont il-Kontijiet taż-Żona tal-Euro fi tmien l-2019.

⁶ Iċ-ċifri korrispondenti ammontaw għal madwar 60 u 27 biljun euro għal fondi tal-pensjonijiet Netherlandiżi u Daniżi rispettivament.

⁷ L-istimi għan-nuqqas ta' flus tal-fondi tal-pensjonijiet Netherlandiżi huma bejn 6 u 15-il biljun euro. Peress li l-fondi tal-pensjonijiet Netherlandiżi jkollhom madwar 89 % tal-iswaps tar-rati tal-imghax tal-fondi tal-pensjonijiet taż-żona tal-euro, in-nuqqas ta' flus tal-fondi tal-pensjonijiet kollha taż-żona tal-euro jista' jkun sa 17-il biljun euro.

filwaqt li jevitaw effetti materjalment avversi fuq l-introjt tal-pensjonanti. Fil-qafas tal-EMIR, in-negozju tad-derivattivi OTC tal-PSAs huwa diġà soġġett – skont il-limiti stabbiliti rilevanti – għar-rekwiziti tal-mitigazzjoni tar-riskju operazzjonali u għar-rekwiziti tal-marġni għall-kummerċi OTC mhux ikklerjati stabbiliti fl-Artikolu 11, li bdew japplikaw fl-2017 permezz ta' introduzzjoni gradwali⁸: dawn ir-rekwiziti għandhom l-għan li jindirizzaw ir-riskji relatati ma' derivattivi kklerjati mhux ċentralment, filwaqt li jipprovdu wkoll inċentivi għall-ikklerjar b'mod ċentrali. Il-PSAs huma soġġetti wkoll għall-obbligi ta' rapportar tal-EMIR.

Għalhekk id-diskussjonijiet mal-PSAs u l-partijiet ikkonċernati ohra jikkonfermaw li l-PSAs iridu jikklerjaw il-kummerċi fis-CCPs, u diġà jagħmlu dan f'ċerti każijiet, l-ikklerjar obligatorju kompli johloq sfidi. L-eżenzjoni tal-ikklerjar ċentrali għalhekk giet estiza matul is-snin, peress li ma nstabet l-ebda soluzzjoni teknika vijabbli. L-EMIR Refit, li daħal fis-seħh f'Ġunju 2019, jestendi l-eżenzjoni sa Ġunju 2021, b'estensjoni potenzjali ulterjuri permezz ta' atti delegati tal-Kummissjoni għal darbtejn, kull darba b'massimu ta' sena. Madankollu l-għan aħhari tar-Regolament jibqa' l-ikklerjar ċentrali għall-PSAs malajr kemm jista' jkun, meta jitqies li l-iżviluppi regolatorji u tas-suq attwali jenhtieg li jippermettu lill-partiċipanti fis-suq jiżviluppaw soluzzjonijiet xierqa (l-EMIR, Permessi 30). Is-CCPs, il-membri tal-ikklerjar u l-PSAs huma mehtieġa jagħmlu l-aħjar sforzi tagħhom biex jikkontribwixxu għall-iżvilupp ta' tali soluzzjonijiet.

L-Artikolu 85 tal-EMIR Refit jirrikjedi li l-Kummissjoni thejji rapporti annwali sal-estensjoni finali tal-eżenzjoni, li jivvalutaw “jekk ġewx żviluppjati soluzzjonijiet tekniċi vijabbli għat-trasferiment mill-arrangamenti tal-iskema tal-pensjonijiet ta' kollateral fi flus jew mhux fi flus bħala marġni ta' varjazzjoni u l-htieġa għal kwalunkwe miżura biex jiġu ffaċilitati daww is-soluzzjonijiet tekniċi vijabbli”.

Ir-Regolament jistabbilixxi wkoll li l-ESMA, f'kooperazzjoni mal-EBA, l-EIOPA u l-ESRB, għandha tissottometti rapporti annwali lill-Kummissjoni li jivvalutaw il-kwistjoni. L-ewwel rapport tal-ESMA wasal għand il-Kummissjoni f'April 2020. Flimkien mar-rapport, l-ESMA nediet konsultazzjoni pubblika sabiex tiġbor input ulterjuri mill-partijiet ikkonċernati u tippreżenta t-tieni rapport, aktar komprensiv lill-Kummissjoni sa Diċembru 2020. Ir-rapport komprensiv tal-ESMA għalhekk mhuwix disponibbli fil-ħin biex jiġi inkorporat f'dan ir-rapport mill-Kummissjoni Ewropea.

L-EMIR Refit ukoll ta mandat lill-Kummissjoni biex twaqqaf grupp ta' esperti li jinkludi rappreżentanti tal-partijiet ikkonċernati rilevanti, sabiex timmonitorja l-isforzi tagħhom u tivvaluta l-progress li sar biex jinstabu soluzzjonijiet tekniċi vijabbli. Il-grupp ta' esperti, li jkompli l-ħidma tal-predeċessur tiegħu (il-Grupp ta' Livell Għoli tal-Kummissjoni dwar il-Fondi tal-Pensjonijiet) jinkludi rappreżentanti tas-CCPs, membri tal-ikklerjar, PSAs, banek ċentrali u partijiet ikkonċernati rilevanti ohra; huwa ltaqa' darbtejn, f'Ottubru 2019 u f'April 2020 (permezz ta' telekonferenza) u se

⁸ Ir-Regolament Delegat tal-Kummissjoni (UE) Nru 2016/2251.

jkompli jiltaqa' kull sitt xhur. Il-Kummissjoni tkompli tibni fuq il-hidma tal-grupp għar-rapporti tagħha lill-koleġislaturi.

2. GĦAN TAR-RAPPORT

B'dan ir-Rapport, il-Kummissjoni tissodisfa l-obbligu tagħha skont l-Artikolu 85 tal-EMIR.

Dan ir-Rapport iqis kif xieraq l-ewwel rapport tal-ESMA, kif ukoll id-diskussjonijiet li saru fil-grupp ta' esperti. Kif spjegat, ir-riżultati tal-konsultazzjoni pubblika mnedija mill-ESMA se jiddaħħlu fit-tieni rapport tal-Kummissjoni, li għandu jinhareġ is-sena d-dieħla.

Dan ir-Rapport jipprovdi analizi tal-kwistjonijiet ewlieni identifikati mill-partijiet ikkonċernati dwar l-ikklerjar ċentrali tal-PSAs, kif ukoll tas-soluzzjonijiet esplorati sa issa. Kif imsemmi, l-eżenzjoni tal-PSA mill-ikklerjar ċentrali hija fis-seħħ sa Ġunju 2021: fid-dawl ta' dik l-iskadenza, dan ir-rapport għandu l-għan li jaġġorna lill-Parlament Ewropew u lill-Kunsill dwar il-progress li sar f'dan il-qasam, kif ukoll bil-ħsieb li jiġu identifikati l-aspetti li għandhom jiġu esplorati ulterjorment favur soluzzjoni tal-ikklerjar ċentrali fattibbli u sostenibbli.

3. KWISTJONIJIET EWLENIN IDENTIFIKATI

3.1 Sfond dwar il-mudell ta' negozju tal-PSAs u l-użu tad-derivattivi

Il-PSAs Ewropej, speċjalment f'xi Stati Membri bħan-Netherlands u d-Danimarka, huma parteċipanti attivi fis-suq tad-derivattivi OTC. Huma jużaw dawn id-derivattivi biex jihhegġjaw l-obbligazzjonijiet tagħhom minn għadd ta' riskji, inklużi r-rata tal-imgħax u l-volatilità tal-inflazzjoni, u fl-aħħar mill-aħħar biex jipproteġu lilhom infushom minn riskji ta' solvenza finanzjarja. L-obbligazzjonijiet tal-fondi tal-pensjonijiet lejn pensjonanti attwali u futuri għandhom maturitajiet fit-tul, li jehtieġ li jkunu mqabbla ma' assi fit-tul; tali assi huma tipikament bonds korporattivi u tal-gvern; madankollu, l-ihhegġjar shiħ tal-obbligazzjonijiet mal-bonds ma jidhirx fattibbli għall-PSAs tal-UE, minhabba d-disponibbiltà limitata ta' bonds bil-karatteristiċi xierqa; barra minn hekk, id-derivattivi jistgħu joffru tqabbil aħjar għall-obbligazzjonijiet tal-PSAs minhabba li t-tpartit ta' spiss jintuża biex dawn l-obbligazzjonijiet jiġu skontati għall-finijiet ta' valutazzjoni. Kif irrappurtat mill-ESMA, is-sitwazzjoni tal-PSAs tal-UE f'dan ir-rigward hija differenti minn dik tal-fondi tal-pensjonijiet tal-Istati Uniti, li jiddependu aktar fuq assi b'data twila bħal bonds korporattivi u tal-gvern għal skopijiet ta' hhegġjar: Il-fondi tal-pensjonijiet tal-Istati Uniti għandhom tendenza li jkollhom durata iqsar ta' obbligazzjonijiet relattivi għall-PSAs tal-UE, l-obbligazzjonijiet tagħhom huma tipikament skontati bl-użu ta' rendimenti tal-bonds korporattivi AA, u s-suq tal-bonds korporattivi tal-Istati Uniti huwa aktar profond. Hekk kif tirrikonoxxi l-

ESMA, il-PSAs jidhru li għandhom hteġa strutturali għal involviment f'derivattivi OTC.

Il-portafoll tad-derivattivi tal-PSAs huwa tipikament kbir, b'data twila u unidirezzjonali, b'pożizzjoni aggregata tal-industrija li tirrappreżenta, skont l-ESMA, riskju sistemiku potenzjali.

Fir-rigward tat-tipi tad-derivattivi, il-PSAs huma utenti estensivi ta' swaps tar-rati tal-imghax fit-tul: skont *data* tal-EMIR tal-2015 mid-DTCC, madwar 20 % tal-iswaps tar-rati tal-imghax b'mill-inqas kontroparti waħda bħala assiguratur jew fond tal-pensjoni fl-UE kellhom maturità ta' 30 sena, meta mqabbla ma' medja globali ta' inqas minn 10 %⁹. L-iswaps tar-rati tal-imghax huma l-klassi tad-derivattivi soġġetti għall-obbligu tal-ikklerjar skont l-EMIR. Il-PSAs jikkummerċjaw id-derivattivi tagħhom b'mod bilaterali jew jikklerjaw ċentralment fis-CCPs b'mod ġenerali bħala klijenti ta' membri tal-ikklerjar.

Ta' min jinnota li l-iskemi tal-pensjonijiet u s-swieg huma pjuttost diversi madwar l-UE: f'xi Stati Membri s-sistemi tal-pensjonijiet tat-tieni pilastru huma aktar żviluppati minn oħrajn, u l-fondi tal-pensjonijiet b'benefiċċji definiti huma aktar mifruxa; f'oħrajn, il-mudell ta' kontribuzzjoni definita huwa prevalenti. L-ikbar swieg tal-PSAs fl-UE jinsabu fin-Netherlands, b'proporzjon medju ta' assi għal PDG ta' 173.3 % u d-Danimarka, b'proporzjon ta' 198.6 %, skont id-*data* ta' tmien l-2018. L-Irlanda għandha wkoll skemi simili fis-seħh. F'dawn il-pajjiżi, l-iskemi privati tal-pensjonijiet għandhom rwol importanti biex jipprovdu introjtu għall-irtirar lill-pensjonanti.

3.2 Il-kwistjoni tal-ikklerjar ċentrali tal-PSAs

Il-kwistjoni ewlenija identifikata fir-rigward tal-ikklerjar ċentrali tal-PSAs tikkonċerna l-fatt li l-ikklerjar fis-CCPs jirrikjedi li jiġi depożitat margni ta' varjazzjoni fi flus; id-diskussjonijiet li saru fil-grupp tal-partijiet ikkonċernati tal-Kummissjoni wrew li dan huwa problematiku għall-PSAs f'każ ta' kundizzjonijiet ta' stress fis-suq.

Fil-mudell tal-ikklerjar ċentrali, is-CCPs jitolbu margni ta' varjazzjoni lill-partecipanti tagħhom sabiex jikkompensaw għall-bidliet fil-valur tas-suq tal-pożizzjonijiet derivattivi li jiġġestixxu. B'dan il-mod, is-CCPs ikunu dejjem koperti minn movimenti tas-suq u l-partecipanti fis-suq ma jgħemmgħux telf kbir matul iż-żmien fir-rigward tal-portafoll ikklerjat ċentralment tagħhom. It-telf u l-qliġ huma kkalkulati mis-CCP u skambjati kuljum permezz tal-proċess tal-valwazzjoni skont is-suq. Il-flus jistgħu jservu bl-aħjar mod l-għan tal-margni ta' varjazzjoni, minhabba li jnaqqsu kwalunkwe riskju ta' telf ta' valur u t-trasferiment tagħhom huwa finali. Il-flus bħala margni ta' varjazzjoni huma wkoll operazzjonalment inqas kumplessi u huma kompatibbli mal-approċċ għall-ġestjoni tar-riskju ta' likwidità tas-CCP stabbilit mill-EMIR¹⁰.

⁹ Il-Bord Ewropew dwar ir-Riskju Sistemiku, Occasional Paper Series 11, 2016.

¹⁰ Barra minn hekk, il-margni ta' varjazzjoni fi flus jippermetti lis-CCPs jibqgħu ċerti mill-kapaċità tagħhom li jivvalutaw b'mod korrett it-tranzazzjonijiet u huwa l-konvenzjoni tas-suq għall-iswaps ikklerjati adottat mill-partecipanti fis-suq kollha tas-suq tal-iswaps ikklerjati.

Dan ifisser li l-parteċipanti tal-ikklerjar għandhom ikunu jistgħu jindirizzaw tali talbiet permezz ta' ammonti xierqa ta' flus: jekk dan ma jkunx il-każ, u membru tal-ikklerjar ma jistax jiddepożita l-margni ta' varjazzjoni meħtieġ fi żmien xieraq, dan jiġi ddikjarat f'inadempjenza mis-CCP, li mbagħad jiskatta l-proċeduri ta' inadempjenza sabiex jerga' jiġi rikonċiljat il-valur kontabilistiku. Barra minn hekk, jeħtieġ li l-margni ta' varjazzjoni jiġi ppubblikat fis-CCPs f'perjodu ta' żmien qasir, u dan iqajjem aktar diffikultajiet operazzjonali¹¹.

Il-flus għandhom kost tal-opportunità għoli, peress li mhumix profittabbli daqs assi oħra u mhumix adegwati biex jibbilanċjaw l-maturitajiet tal-obbligazzjonijiet tal-PSAs, u b'hekk huma esposti għal spariġġi bejn l-assi u l-obbligazzjonijiet. Iż-żamma ta' ammonti kbar ta' flus minflok ta' assi oħra b'rendiment oghla tikkontribwixxi għattnaqqs tar-redditi għall-pensjonanti u tħalli impatt fuq l-allokazzjoni tal-assi tal-PSAs, u fil-fatt, il-fondi tal-pensjonijiet tipikament ma jkollhomx ammont kbir ta' flus, kif jidher ukoll fl-istatistiċi annwali dwar il-pensjonijiet globali ppubblikati mill-OECD.

Il-kwistjoni tal-margni ta' varjazzjoni fi flus tista' tkun diffiċli speċjalment fi żminijiet ta' kundizzjonijiet ta' stress fis-suq, flimkien ma' livelli oghla ta' rati tal-imghax, meta it-talbiet għal margni ta' varjazzjoni mis-CCPs jistgħu jiżdiedu b'mod sinifikanti għall-PSAs.

Fil-fatt, appelli kbar għall-margni ta' varjazzjoni jistgħu jseħħu wkoll fil-kuntest ta' kummerċi kklerjati mhux ċentralment, li fihom attwalment jipparteċipaw il-PSAs. Madankollu, f'dak il-kuntest il-PSAs jistgħu ukoll jiddepożitaw il-margni ta' varjazzjoni fi flus f'forom oħra għajr il-flus, pereżempju bl-użu ta' bonds tal-gvern ta' kwalità għolja (assi li l-fondi tal-pensjonijiet huma tipikament rikki fihom) - anki jekk il-limitu li għalih il-PSAs huma mitluba li jiddepożitaw il-margni ta' varjazzjoni fi flus ukoll fil-kummerċi bilaterali tagħhom jista' jkun li żdied reċentement.

Għandu jiġi nnutat li r-raġunament tal-qafas regolatorju tal-EMIR huwa li jippromwovi l-ikklerjar ċentrali wkoll billi jagħmel il-kummerċi bilaterali inqas konvenjenti, f'konformità mar-riskji assoċjati: dan u żviluppi regolatorji oħra, flimkien mal-forzi tas-suq, huma mistennija jwasslu għal żieda fil-volumi ta' derivattivi kklerjati ċentralment, b'ipprezzar potenzjalment aħjar fis-segment ikklerjat relattiv ma' dak ikklerjat mhux ċentralment. Kif imsemmi, uħud mill-fondi tal-pensjonijiet diġà bdew jikklerjaw ċentralment fuq bażi volontarja u selettiva.

Għandu jiġi nnutat li ġeneralment il-PSAs huma aktar probabbli li jikklerjaw indirettament bħala kliġenti ta' membri tal-ikklerjar milli li jsiru membri tal-ikklerjar diretti tas-CCP, kif diskuss aktar fit-taqsimiet li ġejjin.

Dan ta' fuq jipprovdi l-isfond għall-karatteristiċi li soluzzjoni potenzjali għall-kwistjoni tal-ikklerjar ċentrali jenħtieġ li jkollha: jenħtieġ li tkun dik li ssib il-bilanċ it-tajeb bejn l-oġġettiv ta' stabbiltà finanzjarja u l-ħtieġa li tkun vijabbli għall-PSAs f'termini tal-

¹¹ Għall-appelli għall-margni tal-istess gurnata, uħud mis-CCPs jippermettu lill-parteċipanti jużaw titoli minflok flus; madankollu, appelli għall-margni ta' tmien il-jum għandhom jiġu ssodisfati bi flus.

kost, sabiex ma jkunx hemm impatt eċċessiv fuq il-benefiċċji ta' dawk li rtiraw u jenhtieg ukoll li tkun robusta biżżejjed f'kundizzjonijiet ta' stress fis-suq.

3.3 Soluzzjonijiet potenzjali li ġew esplorati s'issa

Id-dibattitu dwar l-ikklerjar ċentrali tal-PSAs wassal biex jiġu esplorati mezzi godda matul is-snin. Deskrizzjoni ġenerali ta' wħud mis-soluzzjonijiet potenzjali ġiet inkluża fir-rapport li l-Kummissjoni wettqet skont l-EMIR fl-2015 dwar din il-kwistjoni, li kkonkludiet li l-ebda soluzzjoni teknika vijabbli ma ġiet żviluppata.

L-opzjonijiet esplorati s'issa ffokaw fuq kif il-PSAs jistgħu jiddepożitaw il-marġni ta' varjazzjoni lis-CCPs b'mod sikur u kosteffettiv. Fl-ewwel stadju, kif deskritt fir-rapport tal-Kummissjoni tal-2015, ġie meqjus jekk is-CCPs jistgħux jaċċettaw marġni ta' varjazzjoni f'forom oħra għajr il-flus, bħal bonds tal-gvern ta' kwalità għolja: madankollu, b'mod ġenerali ġie rikonoxxut li tali mezz ikun diffiċli li jiġi segwit, minhabba li jirrikjedi s-CCPs jiġġestixxu portafoll ta' bonds li jiġu kkonvertiti fi flus bir-riskju relatat, li jista' jwassal għal distorsjoni tar-rwol tagħhom bħala intermedjarji li jiġġestixxu kont newtrali.

Għalhekk qed tiġi esplorata t-tieni firxa ta' opzjonijiet, li permezz tagħhom il-PSAs jistgħu jiskambjaw il-bonds tagħhom ma' flus sabiex jissodisfaw l-appell għall-marġni (trasformazzjoni tal-kollateral) tas-CCPs. Is-soluzzjonijiet potenzjali esplorati u żviluppatti matul l-aħħar snin mill-partijiet ikkonċernati tal-industrija ffokaw fuq mezzi li jippermettu trasformazzjoni tal-kollateral effiċjenti mill-PSAs.

Trasformazzjoni tal-kollateral mill-membri tal-ikklerjar

Il-membri tal-ikklerjar bħal banek jistgħu tipikament jipprovdu lill-klijenti tagħhom, inklużi l-fondi tal-pensjonijiet, is-servizzi ta' trasformazzjoni tal-kollateral¹², permezz ta' repos. Fil-fatt, illum hafna mill-PSAs li huma involuti fl-ikklerjar ċentrali jagħmlu dan bħala klijenti ta' membri tal-ikklerjar, u jistgħu jkomplu jagħmlu dan anki taħt l-ikklerjar obligatorju. Tranzazzjoni repo hija waħda li fiha parti tbiegħ ass lil parti oħra u timpenja ruħha li tixtri mill-gdid l-ass bi prezz miftiehem f'data futura. L-ass tipikament ikun bond u jservi bħala kollateral biex jiġi assigurat is-sellief ta' flus kontra r-riskju ta' kreditu tal-kontroparti. Ir-repos jistgħu għalhekk jintużaw bħala mezz għat-trasformazzjoni ta' bonds fi flus u għad-depożitar tal-marġni ta' varjazzjoni, bil-vantaġġ addizzjonali li l-fornitur tal-bonds iżomm is-sjieda tal-bonds infushom u jkompli jiehdu r-rendimenti fit-tul.

Gruppi bankarji kbar huma tipikament attivi fis-suq repo. Madankollu, tqajmu xi fatturi li jiddizincitaw lill-membri tal-ikklerjar milli jinvolvu ruħhom f'dawn it-tranzazzjonijiet. Kif issemma minn hafna parteċipanti fis-suq, il-kunċett ta' proporzjon ta' ingranaġġ skont il-qafas ta' Basel III għamilha inqas konvenjenti li jkun hemm involviment f'repos, għaliex tali tranzazzjonijiet għandhom marġnijiet baxxi, u jespandu l-karti tal-bilanċ tal-banek u b'hekk jikkontribwixxu biex iżidu d-denominatur

¹² Tali servizz jista' jiġi pprovdut ukoll lill-fondi tal-pensjonijiet minn banek oħra, differenti mill-membri tal-ikklerjar tagħhom.

tal-proporzjon. Għalhekk, il-banek jehtieg li jkollhom ammont ikbar ta' kapital tal-grad 1 biex jirrispettaw ir-rekwizit. Kunsiderazzjonijiet simili gew żviluppati mill-analizi tas-swieq repo li saret fl-2017 mill-Kumitat dwar is-Sistema Finanzjarja Globali¹³, li indikat kompromess possibbli bejn ir-riformi regolatorji li jiffokaw fuq id-daqs tal-karti tal-bilanċ tal-banek (immirati biex jillimitaw l-ingranaġġ eċċessiv) u l-konsegwenzi, inkluż għall-utenti finali, f'termini tad-disponibbiltà repo¹⁴. F'dan ir-rigward, il-volumi tas-suq repo fl-UE komplew madankollu jiżdiedu f'dawn l-aħħar snin¹⁵, u skont l-analizi tal-BĊE, il-konsegwenzi mhux intenzjonati tar-riformi regolatorji fuq il-provvista ta' servizzi repo mill-banek taż-żona tal-euro ma kinux materjali¹⁶.

Barra minn hekk, il-mod ta' kif il-proporzjon ta' ingranaġġ kien originarjament maħsub għamilha inqas konvenjenti għall-banek biex jipprovdu servizzi tal-ikklerjar tal-klijenti, peress li l-margnijiet li gew depożitati mill-klijenti ma setgħux jintużaw għat-tpaċija tal-ammont tal-iskopertura (li jista' jiddaħhal fid-denominatur tal-proporzjon). Fl-2019 il-Kumitat ta' Basel¹⁷ ippropona li jiġu introdotti bidliet fil-kalkolu tal-proporzjon ta' ingranaġġ, b'hekk l-ikklerjar tal-klijenti ma jiġix ippenalizzat b'mod mhux xieraq. Dawn il-bidliet kienu riflessi fir-Regolament rivedut dwar ir-Rekwiziti ta' Kapital (CRR2), li daħal fis-seħh f'Ġunju tas-sena li għaddiet.

Giet introdotta wkoll emenda għall-proporzjon ta' ingranaġġ rigward it-trattament tar-repos inversi. Dawn il-bidliet jistgħu jikkontribwixxu biex jinkoraġġixxu l-banek biex jinvolve ruħhom fl-ikklerjar tal-klijenti u possibbilment f'intermedjazzjoni repo u b'hekk jappoġġaw ukoll il-likwidità fis-suq repo. L-impatt ta' tali bidliet se jkollu jiġi vvalutat.

Barra minn hekk, tqajjem tħassib dwar il-kapaċità tas-swieq repo li jissodisfaw id-domanda fi flus għall-PSAs kollha flimkien, speċjalment fi żminijiet ta' stress, kif diskuss f'aktar dettall hawn taht.

Trasformazzjoni tal-kollateral permezz ta' swieq repo kklerjati

F'dawn l-aħħar snin, uħud mis-CCPs żviluppaw mudelli godda biex jappoġġaw l-ikklerjar ċentrali tal-PSAs ibbażat fuq l-iffaċilitar tal-aċċess mill-PSAs għas-CCPs u għas-swieq repo kklerjati; dan jista' jinvolve wkoll aċċess għas-suq OTC ikklerjat. Dawn il-mudelli gew żviluppati fl-Unjoni Ewropea b'mill-inqas CCP wiehed u mill-għarfien tal-Kummissjoni mudelli simili huma probabbli li jiġu adottati wkoll minn

¹³ Is-CGFS, "Repo market functioning", 2017.

¹⁴ "Reċessjoni fil-kapaċità ta' intermedjazzjoni tista' tnaqqas ukoll il-livell sa fejn is-swieq repo jistgħu jirrispondu għad-domanda matul perjodi ta' stress futuri. Tnaqqis fil-funzjonament tas-suq repo jista' johloq tensjonijiet fis-swieq tal-flus u tad-derivattivi, u jnaqqas l-abbiltà tal-istituzzjonijiet finanzjarji li jimmonetizzaw l-assi. L-iskala tal-ispejjeż li jirriżultaw għall-istabbiltà finanzjarja u l-ekonomija reali fi żminijiet ta' stress jistgħu jkunu sinifikanti flimkien, għalkemm tali sitwazzjonijiet ma mmaterjalizzawx fuq skala sostanzjali fl-aktar passat reċenti. Adattamenti tas-suq repo jistgħu jtaffu l-ispejjeż għal uħud mill-utenti finali, iżda jistgħu wkoll jintroduċu wkoll riskji godda".

¹⁵ L-ICMA, Stharriġ Ewropej ta' Diċembru 2019 dwar is-Suq Repo.

¹⁶ Il-BĊE, Financial Stability Review (Analizi tal-Istabbiltà Finanzjarja), 2017.

¹⁷ Il-Kumitat ta' Basel dwar is-Supervizjoni Bankarja, "Leverage ratio treatment of client cleared derivatives", 2019.

CCPs oħra¹⁸. F'dan il-qafas, il-PSAs għandhom relazzjoni kuntrattwali diretta mas-CCP u huma “assistiti” (jew inkella “sponsorizzati”) minn membru tal-ikklerjar (tipikament, bank) li jaġixxi bħala aġent tal-ikklerjar u jiffaċilita l-ikklerjar ċentrali tal-PSAs, pereżempju billi jikkontribwixxi għall-fond ta' inadempjenza tas-CCP u jinvolvi ruħu f'ġestjoni ta' inadempjenza u servizzi oħra (ġestjoni tal-kollaterali eċċ.).

Dawn il-mudelli ma jeliminawx per se l-hteġa li l-margni ta' varjazzjoni jiġi ddepożitat fi flus għad-derivattivi OTC ikklerjati, madankollu dawn jipprovdu PSAs b'aċċess addizzjonali għas-swieq repo. Tali mudelli ta' “shubija ffaċilitata” jkollhom ukoll l-għan li jtaffu wħud mil-limitazzjonijiet tal-ikklerjar tal-klijenti, bħall-konċentrazzjoni tal-ikklerjar tal-klijenti fl-UE għal uħud mill-membri tal-ikklerjar jew il-kwistjoni tal-portabilità tal-pożizzjonijiet tal-klijenti fil-każ ta' inadempjenza ta' membru tal-ikklerjar. Mil-lat tal-banek, jenħteġ li tali mudelli jkunu inqas esigenti f'termini ta' rekwiżit kapitali mill-attivitajiet tradizzjonali tal-ikklerjar tal-klijenti.

Mill-aħjar għarfien tal-Kummissjoni, tali mudell ilu jiżviluppa matul iż-żmien b'aptit li żdied kemxejn mis-suq, madankollu wħud biss mill-PSAs – tipikament dawk il-kbar biss – bdew jużaw tali servizz sa issa. Raġuni ovvja tista' tkun il-fatt li relazzjoni diretta ma' CCP tista' tirrikjedi thejjija operattiva u legali addizzjonali u investment mill-partecipanti fis-suq, kemm mill-PSAs kif ukoll mill-membri tal-ikklerjar. Barra minn hekk, il-fondi tal-pensjonijiet li jipparteċipaw fil-grupp tal-partijiet ikkonċernati tal-Kummissjoni rrappurtaw li tali mudelli huma ġeneralment disponibbli biss għal PSAs kbar, numru żgħir biss ta' banek attwalment jappoġġawhom, u xorta waħda jimplikaw dipendenza mill-PSAs fuq ir-rieda ta' membru tal-ikklerjar li jipprovdi servizzi relatati.

Skont dokument kongunt mill-International Swaps and Derivatives Association (ISDA) u l-Pensions Europe tal-2018¹⁹, shubija diretta jew il-mudelli ta' shubija “iffaċilitata” jitqiesu b'interess mis-suq, ukoll minhabba li jistgħu jkunu aktar interessanti għall-banek mir-relazzjonijiet tradizzjonali tal-ikklerjar tal-klijenti. Is-shubija diretta shiħa tidher li hija ta' sfida għal għadd ta' raġunijiet (inklużi l-hteġa li jiġu ssodisfati r-rekwiżiti ta' parteċipazzjoni tas-CCPs u l-kontribuzzjonijiet għall-fond ta' inadempjenza, kif ukoll li jkun hemm kapaċità operazzjonali); mudelli ta' aċċess iffaċilitat jistgħu jkunu mod kif joqorbu lejha. Skont il-fondi tal-pensjonijiet li qed jipparteċipaw fil-grupp tal-partijiet ikkonċernati tal-Kummissjoni, titjib ulterjuri huwa xorta waħda rikjest.

Diskussjoni dwar is-suq repo

Is-suq repo huwa ġeneralment meqjus mill-PSAs bħala għodda utli għall-htigijiet ta' likwidità tagħhom, u f'diskussjonijiet tal-grupp ta' esperti stabbilit mill-Kummissjoni

¹⁸ Barra l-UE, abbażi tal-informazzjoni disponibbli għall-Kummissjoni, l-LCH Ltd (ir-Renju Unit), il-Canadian Derivatives Clearing Corporation (il-Kanada) u d-DTCC FICC (l-Istati Uniti) stabbilixxew offerti tal-ikklerjar repo fuq in-naħa tax-xiri.

¹⁹ Id-dokument kongunt tal-Pension Europe u l-ISDA “Potential demand for clearing by EU Pension Funds”, 2018.

Ewropea generalment gie deskritt bhala parti potenzjali mis-soluzzjoni globali għall-kwistjoni tal-marġni ta' varjazzjoni.

Madankollu, it-tħassib tal-industrija jibqa' fir-rigward tal-kapaċità tas-swieq repo li jissodisfaw id-domanda globali għal flus li tirriżulta mill-PSAs kollha li jkollhom jikklerjaw taħt kundizzjonijiet ta' stress fis-suq, meta s-swieq repo x'aktarx ikunu taħt pressjoni biex jassorbu d-domanda kbira ta' likwidità – mhux mill-PSAs biss. Barra minn hekk, il-banek jistgħu ma jkunux dejjem lesti jipprovdu repos lill-PSAs, jew sal-istess punt, fi żminijiet ta' stress. Kif tirrimarka l-ESMA, uħud minn dawn l-aspetti u aspetti oħra għandhom ukoll x'jaqsmu mar-relazzjoni kummerċjali globali bejn il-banek u l-klijenti tal-PSA tagħhom. Jekk il-PSAs mhumiex f'pożizzjoni li jużaw is-suq repo f'kundizzjonijiet ta' stress, dawn jistgħu ma jkunx kapaċi jissodisfaw l-appell għall-marġni tas-CCPs u anki jkunu sors ta' kwistjonijiet usa' ta' stabbiltà finanzjarja. F'dan ir-rigward, il-possibbiltà li jiġi stabbilit sett diversifikat ta' arrangamenti ta' likwidità bejn il-banek u l-PSAs tista' tkun ta' għajjnuna.

Jenhtieg li s-swieq repo kklerjati jkollhom il-vantaġġ li jkunu aktar likwidi mis-swieq bilaterali, peress li l-banek huma fil-prinċipju aktar lesti li jikkummerċjaw repos kklerjati milli repos bilaterali — mhux mill-inqas minhabba li jistgħu jżidu l-pożizzjonijiet tagħhom mas-CCP. Skont is-CGFS (2017), fiż-żona tal-euro “is-sehem tal-kummerċ tas-suq repo permezz tas-CCPs żdied matul dawn l-aħħar snin, li jammonta għal 50-60 % tal-volumi tas-suq repo fiż-żona tal-euro, minhabba l-attrattività tagħhom għall-ġestjoni tal-karta tal-bilanċ”. L-isforzi żviluppati minn uħud mis-CCPs biex jippermettu l-partecipazzjoni diretta ta' utenti finali għall-pjattaforma repo kklerjati għandhom jitqiesu f'din il-perspettiva wkoll. Il-PSAs irrappurtaw li s-suq repo kklerjat jista' joffri kapaċità repo addizzjonali relattiva mar-repos bilaterali, iżda għandu wkoll il-limitazzjonijiet imsemmija hawn fuq.

Harsa generali lejn il-funzjonament tas-swieq repo Ewropej hija pprovduta mill-Assoċjazzjoni Internazzjonali tas-Suq Kapitali (ICMA), li fl-istħarriġ tagħha tas-Suq Repo tal-2019 tistma d-daqs kumplessiv tas-suq għal EUR 8 310 biljun²⁰. L-istħarriġiet tas-Suq Repo Ewropew tal-2018 u l-2019 tal-ICMA jikkonfermaw li s-suq repo Ewropew jitqies li b'mod generali jaħdem tajjeb, u b'hekk huwa potenzjalment mezz għal trasformazzjoni tal-kollateral; madankollu, is-swieq repo huma inqas likwidi fi tmiem it-trimestru u fi tmiem is-sena, minhabba li l-banek għandhom it-tendenza li jagħlqu l-pożizzjonijiet repo tagħhom meta jkunu qed joqorbu l-iskadenzi tar-rappurtar. Il-firxa ta' tali tnaqqis regolari ilha tonqos f'dawn l-aħħar snin u hija mistennija li tonqos aktar fil-futur, anki bis-saħħa tal-implimentazzjoni fl-UE tar-rakkomandazzjonijiet reċenti tal-BCBS immirati biex inaqqsu l-volatilità ta' tmiem it-trimestru u ta' tmiem is-sena.

²⁰ Abbazi tal-valur tal-kuntratti repo u repo inversi li huma pendenti fil-kontijiet tat-58 istituzzjoni finanzjarja li pparteċipaw fl-Istħarriġ.

L-ICMA tipprovdi wkoll analizi²¹ tal-iżviluppi l-aktar reċenti li seħħew fis-suq matul il-kriżi tal-COVID-19. Skont dan l-istħarriġ, is-suq repo Ewropew fil-parti l-kbira żamm tajjeb matul il-pandemija tal-COVID-19 li bdiet minn tmien Frar/bidu ta' Marzu 2020. L-attività tas-suq repo żdiedet matul l-ewwel ġimagħtejn ta' Marzu, minhabba ż-żieda fit-talbiet ta' trasformazzjoni tal-kollateral biex jiġu ssodisfati l-appelli għall-margni u l-abbandun ta' assi aktar riskjużi lejn assi ta' terminu qasir. Madankollu, il-klijenti rrappurtaw li l-banek bilkemm setghu jlaħħqu maż-żieda fid-domanda għar-repos u whud bdew iservu biss klijenti tal-ogħla livell. Skont l-istħarriġ, "Filwaqt li d-domanda għal aċċess għas-suq repo żdiedet matul il-kriżi, il-kapaċità tal-banek li jkunu intermedjarji f'dan l-aċċess ma żdiditx. Il-partecipanti fuq in-naħa tax-xiri jirrapportaw żieda fid-dipendenza fuq is-suq repo hekk kif il-flussi tal-fond wasslu għall-bżonn li jiġu ġġenerati flus li jkopru l-partecipazzjoni, kif ukoll biex jissodisfaw l-appelli għall-margni kontra l-pożizzjonijiet tad-derivattivi hekk kif tiżdied il-volatilità. Madankollu, jidher li l-banek kellhom diffikultà biex ilaħħqu mad-domanda tal-klijent. Hafna rrappurtaw li illimitaw in-negozji għall-klijenti tal-ogħla livell, mingħajr kapaċità għal negozju ġdid. Barra minn hekk, il-banek jirrapportaw li fid-dawl tal-volatilità kbira, kien aktar il-każ li l-limiti tar-RWA (assi mwiežna għar-riskju) saru restrizzjoni vinkolanti fuq in-negozju, milli l-Proporzjon ta' Ingranagg, b'mod partikolari għal flussi ta' negozji b'direzzjoni waħda (bħal debitori netti ta' flus)."

Ġie rrappurtat li l-interventi tal-bank ċentrali taffew tali tensjonijiet billi lliberaw il-linji ta' kreditu tal-banek u regġġu lura l-bejgħ tal-assi riskjużi.

L-iżviluppi tas-suq matul il-kriżi tal-COVID-19 ġew diskussi wkoll fil-kuntest tal-grupp tal-partijiet ikkonċernati tal-Kummissjoni. Is-CCPs irrapportaw prestazzjoni kontinwa bla xkiel tas-swieq repo kklerjati matul il-kriżi, b'volumi kbar ta' attività. Mill-memorja tagħhom, l-aċċess ma kienx ristrett għad-ditti fuq in-naħa tax-xiri li jipparteċipaw fis-suq repo kklerjat. Ġiet enfasizzata wkoll reżiljenza globali tal-infrastruttura tas-suq, inkluż fir-rigward tal-mudelli ta' margni, u b'hekk tikkontribwixxi għall-prevedibbiltà ta' talbiet marginali għall-partecipanti. L-arrangamenti tal-iskema tal-pensjonijiet irrapportaw li kienu jbatu minn volatilità konsiderevoli tas-suq, b'appelli kbar għall-margni minn kontropartijiet bilaterali u minn membri tal-ikklerjar għal klijenti. Huma rrappurtaw li kemm kemm setghu jlaħħqu ma' tali sitwazzjoni, iżda jekk is-swieq marru għall-agħar, huma kienu jaffaċċjaw diffikultajiet serji hafna. Huma kkonfermaw ukoll li l-banek sabuha bi tqila li jinvolvu ruħhom f'intermedjazzjoni repo u batew biex jiksbu aċċess għall-karti tal-bilanċ tal-banek membri tal-ikklerjar biex ikollhom aċċess għas-swieq repo. Bħala konsegwenza, il-PSAs iħossu li wiehed ma jistax jiddependi mis-suq repo fil-kundizzjonijiet kollha tas-suq; Il-PSAs ta' spiss jiddependu hafna fuq il-banek biex jaċċessawh, u l-banek għandhom linji repo limitati għall-klijenti tagħhom fi żminijiet ta' stress.

Fid-dawl tad-diffikultajiet bi swieq repo fi żminijiet ta' stress, il-partecipanti fis-suq ta' spiss qajmu l-kwistjoni dwar il-htieġa ta' garanzija ta' kontingenza tal-likwidità tal-

²¹ L-ICMA, "The European repo market and the Covid-19 crisis", April 2020.

banek ċentrali fi żminijiet ta' stress. Skont il-parteċipanti fis-suq, dan ir-rwol ta' garanzija ta' kontingenza tal-banek ċentrali jista' jiġi mfassal b'tali mod li l-banek ċentrali jipprovdu likwidità lil entità regolata li mbagħad tipprovdiha lill-PSAs: tali entità tista' tkun banek jew CCPs. Wara li jirċievu l-likwidità mingħand il-banek jew is-CCPs, il-PSAs ikunu jistgħu jissodisfaw l-appelli għall-marġni ta' varjazzjoni fi flus.

Għandu jiġi nnutat li, minhabba li l-banek ċentrali huma esklużivament kompetenti għall-istabbiliment ta' faċilitajiet tal-banek ċentrali u għall-interpretazzjoni tal-użu maħsub tagħhom, kwalunkwe opzjoni bbażata fuq garanzija ta' kontingenza tal-likwidità tal-banek ċentrali jeħtieġ li tiġi approvata u appoġġata mill-banek ċentrali.

Il-BĊE ta l-perspettiva tiegħu dwar il-kwistjoni. Fir-rigward tal-banek, naturalment huma kontropartijiet tal-politika monetarja u huma awtorizzati li jipprovdu servizzi ta' trasformazzjoni tal-kollateral soġġetti għar-regolamentazzjoni bankarja rilevanti. Għalhekk, huma f'pożizzjoni li jkun intermedjarji fis-suq repo, inkluż abbażi tal-użu tagħhom ta' faċilitajiet tal-banek ċentrali.

Skont il-BĊE, madankollu, ir-rwol ta' garanzija ta' kontingenza tal-banek ċentrali ma jidhirx li huwa sempliċi, jew saħansitra jista' ma jkunx fattibbli għas-CCPs, anki meta dawn tal-aħħar ikollhom liċenzja bankarja: it-teħid tas-servizzi ta' trasformazzjoni tal-kollateral mis-CCPs jidher li hu barra min-negozju ewlieni tagħhom, għalhekk jista' jqajjem tħassib fir-rigward tal-konsegwenzi tar-riskji. Barra minn hekk, skont il-BĊE, jekk is-CCPs jassumu t-trasformazzjoni tal-kollateral abbażi tal-liċenzja bankarja addizzjonali tagħhom (jekk permessa), l-eżenzjonijiet attwali mogħtija lilhom minn ċerti rekwiżiti bankarji prudenżjali fuq il-bażi li s-CCPs ma jkunux involuti f'attivitajiet bankarji tipiċi u li jkollhom mudell kummerċjali differenti, ma jidhrux li huma aktar raġonevoli. Għalhekk, analiżi ulterjuri tkun meħtieġa biex taċċerta n-natura legali, l-impatt tal-ġestjoni tar-riskju tas-CCP u l-konformità regolatorja ta' kwalunkwe arrangament bħal dan. L-ewwel reazzjonijiet minn uhud mis-CCP urew ukoll ċertu xetticiżmu.

Fir-rigward tal-ħtieġa għal garanzija ta' kontingenza tal-banek ċentrali potenzjali "dedikata" għall-PSAs (bil-PSAs isiru kontropartijiet għal banek ċentrali u jirċievu likwidità mingħandhom direttament), il-BĊE kkontribwixxa għad-dibattitu tal-grupp tal-partijiet ikkonċernati tal-Kummissjoni mill-perspettiva tal-Eurosistema, jiġifieri ffoka fuq il-ħtiġijiet ta' finanzjament iddenominati f'euro ta' entitajiet domiciljati fiż-żona tal-euro. Il-valutazzjoni kwantitattiva tal-Eurosistema stmat il-ħtiġijiet ta' likwidità tal-PSAs taż-żona tal-euro biex jissodisfaw il-marġni ta' varjazzjoni f'xenarju ta' stress abbażi ta' bidla ta' 1 % fir-rati (ara ukoll hawn fuq). Fiż-żona tal-euro, skont id-data disponibbli għall-Eurosistema, il-PSAs Netherlandiżi huma daww l-aktar involuti fid-derivattivi, billi huma dahlu f'89 % tal-iswaps tar-rati tal-imghax tal-fondi tal-pensjonijiet kollha. L-analiżi tal-Eurosistema sabet li l-ħtiġijiet ta' likwidità attwali tal-PSAs taż-żona tal-euro f'tali ċirkostanza jkun gestibbli (jiġifieri inqas minn 2 %) meta mqabbla mad-daqs kumplessiv tas-suq repo Ewropew (irrappreżentati mill-ammont pendenti ta' repos inversi), li tissuggerixxi li s-suq repo per se jista' joffri soluzzjonijiet għall-ħtiġijiet tal-PSAs taż-żona tal-euro. Abbażi tas-sejbiet, ġie konkluż

li l-qafas tal-politika monetarja tal-Eurosistema, inkluż il-qafas tal-kontroparti tiegħu, huwa adegwat għall-finijiet ta' implimentazzjoni tal-politika monetarja u ma jiġġustifikax bidliet biex tiġi stabbilita garanzija ta' kontingenza tal-likwidità dedikata tal-Eurosistema għall-PSAs²².

4. KONKLUŻJONI

Il-kwistjoni tal-ikklerjar ċentrali tal-PSA ilha żmien twil, u matul l-aħħar negozjati tal-EMIR deher li l-koleġizlaturi fittxu li jinkoraġġixxu kemm jista' jkun soluzzjoni li permezz tagħha tali atturi jkunu jistgħu jaċċessaw is-sistema tal-ikklerjar ċentrali mfassla mir-riformi tal-G20 fl-2009, filwaqt li titqies il-ħtieġa li jkun hemm soluzzjonijiet adegwati fis-seħh biex jakkomodaw it-thassib f'sitwazzjoni ta' stress fis-suq.

Saru diskussjonijiet twal fil-grupp tal-partijiet ikkonċernati tal-Kummissjoni, fejn irriżulta li l-PSAs diġà bdew jikklerjaw uħud mid-derivattivi volontarjament, u jista' jiġi konkluż li l-kwistjoni ewlenija li għad trid tiġi solvuta hija l-kwistjoni tal-margni ta' varjazzjoni fi flus fi żminijiet ta' kundizzjonijiet ta' stress fis-suq.

Il-Kummissjoni ilha tissorvelja b'mod kostanti l-iżviluppi tas-suq u ffaċilitat l-iskambji u d-diskussjonijiet fost il-partijiet ikkonċernati rilevanti biex jinstabu soluzzjonijiet possibbli. Matul is-snin saru sforzi minn partijiet ikkonċernati tal-industrija. B'mod partikolari, ladarba l-opzjoni tad-depożitar tal-margni ta' varjazzjoni f'bonds direttament mas-CCPs eventwalment tneħħiet minhabba kwistjonijiet ta' kompatibilità man-natura u l-mudell ta' negozju tas-CCPs, ġew esplorati mezzi oħra sabiex il-PSAs ikunu jistgħu jittrasformaw ahjar il-kollateral.

Kif spjegat f'dan ir-rapport, matul dawn l-aħħar snin ġew żviluppati mudelli ta' aċċess iffaċilitat sabiex jiġi esplorat mezz potenzjalment vijabbli għall-ikklerjar ċentrali tal-PSAs. Mill-aħjar għarfien tal-Kummissjoni, tali opzjoni diġà qed tintuża minn ftit PSAs. Il-Kummissjoni għandha l-intenzjoni li tesplora aktar din l-opzjoni mal-partijiet ikkonċernati rilevanti, inkluż il-kost tagħha għall-PSAs. Il-fatt li aktar minn CCP wiehed qed jadotta tali mudell jidher li huwa żvilupp pożittiv, anki f'termini ta' promozzjoni ta' aktar għażla.

Is-sejba ta' soluzzjoni xierqa x'aktarx se tirrikjedi sforzi f'għadd ta' oqsma differenti. Minn naħa, jenħtieġ li uħud mill-aspetti tar-regolamentazzjoni bankarja jiġu vvalutati aktar, inkluż jekk il-bidliet riċenti fil-kalkoli tal-proporzjon ta' ingranaġġ ma għenux. Min-naħa l-oħra, jenħtieġ li jitqies liema modi ta' żgurar ta' faċilitajiet ta' likwidità jistgħu jiġu esplorati għall-PSAs fi żminijiet ta' stress.

Jenħtieġ li r-riżultati tal-konsultazzjoni pubblika mnedija mill-ESMA jipprovdu għarfien ulterjuri dwar l-iżviluppi riċenti tas-suq u possibbilment *data* kwantitattiva

²² Tali arrangamenti ta' garanzija ta' kontingenza tal-likwidità tal-Eurosistema tkun distinta mill-Assistenza ta' Likwidità f'Emerġenza (ELA, Emergency Liquidity Assistance), li taqa' fl-ambitu tal-mandati nazzjonali tal-banek ċentrali.

ulterjuri li se tiġi eżaminata bir-reqqa. Il-Kummissjoni hija impenjata wkoll li tesplora kwalunkwe inizjattiva xierqa u fattibbli sabiex timxi 'l quddiem lejn soluzzjoni tal-ikklerjar ċentrali vijabbli u robusta.

Dawn l-analizijiet matul ix-xhur li ġejjin se jinformaw id-deċiżjoni tal-Kummissjoni fir-rigward tal-eżenzjoni tal-ikklerjar ċentrali.