

Brüssel, 23.9.2020  
COM(2020) 574 final

## **KOMISJONI ARUANNE EUROOPA PARLAMENDILE JA NÕUKOGULE**

**koosõlas Euroopa Parlamendi ja nõukogu 4. juuli 2012. aasta määruse (EL) nr 648/2012 (börsiväliste tuletisinstrumentide, kesksete vastaspoolte ja kauplemisteabehoidlate kohta, mida on muudetud määrusega (EL) 2019/834) artikli 85 lõikega 2, milles hinnatakse, kas on töötatud välja elujõulised tehnilised lahendused, mille abil pensioniskeemid saavad kanda rahalise ja mitterahalise tagatise üle muutuvtagatisena, ning seda, kas on vaja meetmeid elujõuliste tehniliste lahenduste leidmiseks**

## KOMISJONI ARUANNE EUROOPA PARLAMENDILE JA NÕUKOGULE

**kooskõlas Euroopa Parlamendi ja nõukogu 4. juuli 2012. aasta määruse (EL) nr 648/2012 (börsiväliste tuletisinstrumentide, kesksete vastaspoolte ja kauplemisteabehoidlate kohta, mida on muudetud määrusega (EL) 2019/834) artikli 85 lõikega 2, milles hinnatakse, kas on töötatud välja elujõulised tehnilised lahendused, mille abil pensioniskeemid saavad kanda rahalise ja mitterahalise tagatise üle muutuvtagatisena, ning seda, kas on vaja meetmeid elujõuliste tehniliste lahenduste leidmiseks**

### 1. SISSEJUHATUS

Euroopa turu infrastruktuuri määrusega,<sup>1</sup> millega 2012. aastal kehtestati ELis börsiväliseid tuletisinstrumente puudutavad G20 reformid, anti pensioniskeeme haldavatele üksustele ajutine vabastus keskse kliirimise kohustusest seoses teatavat liiki börsiväliste tuletisinstrumentidega<sup>2</sup>.

Määruse kohaselt hõlmavad pensioniskeemid tööandja kogumispensioni asutusi, nagu on määratletud direktiivi 2003/41/EÜ artikli 6 punktis a, kõnealuse direktiivi artiklis 3 osutatud asutuste tööandjapensioni kogumisega seotud tegevust, selliste kindlustusandjate tööandjapensionide kogumisega seotud tegevust, mis on hõlmatud direktiiviga 2002/83/EÜ (tingimusel, et sellise tegevusega seotud varad ja kohustused on eraldatud kindlustusandja muust tegevusest), ning muid tegevusloa saanud ja järelevalvele alluvaid riigisisest tegutsevaid üksusi või skeeme, mille peamine eesmärk on pakkuda pensionihüvitisi.

Ajutine vabastus anti eesmärgiga võtta arvesse selliste üksuste ärimudeli iseärasusi ja mõju, mida kohustuslik kliirimine võib avaldada pensionidele: nagu tuletatakse meelde Euroopa turu infrastruktuuri määruse põhjenduses 26, viivad pensioniskeeme haldavad üksused „enda valduses olevad sularahakogused reeglina miinimumini, et maksimeerida oma tõhusust ja kindlustusvõtjate tulu. Kui sellised üksused peaksid börsiväliseid tuletislepinguid keskselt kliirima, oleks selle tagajärjeks see, et märkimisväärne osa nende varadest hoitaks sularahas, mis võimaldaks neil täita kesksete vastaspoolte võimendustagatise nõudeid“. Börsiväliste tuletisinstrumentide keskne kliirimine eeldab, et kesksete vastaspoolte võimendustagatise nõuete täitmiseks on olemas piisavad sularahakogused. Nagu tunnistatakse Euroopa turu infrastruktuuri määruse raamistikus, võib suurte sularahakoguste omamisel selleks, et täita potentsiaalseid muutuvtagatise nõudeid, olla negatiivne mõju pensionäride pensionituludele.

---

<sup>1</sup> Määrus (EL) nr 648/2012.

<sup>2</sup> Vabastus hõlmab börsiväliseid tuletisinstrumente, mis vähendavad objektiivselt mõõdetaval viisil investeerimisriske, mis on otseselt seotud pensioniskeemi maksevõimega ja üksustega, mis on asutatud selliste skeemide liikmetele kompensatsiooni maksmiseks kohustuste mittetäitmise korral, ja pensioniskeemidega, millel on raskusi muutuvtagatise nõuete täitmisel (Euroopa turu infrastruktuuri määruse artikkel 89).

Sõltumatus uuringus, mille Europe Economics ja Bourse Consult 2014. aastal komisjonile esitas, hinnati potentsiaalset muutuvtagatist, mida võib ELi pensionifondidel olla vaja tasuda intressimäärade 1 % muutuse korral. Kuigi uuring hõlmas ka Ühendkuningriiki, nähtus Ühendkuningriiki mitte hõlmavatest tulemustest, et selline summa jääks vahemikku 106–133 miljardit eurot, suurenedes veelgi stressistsenaariumide korral.

Hiljuti tegid eurosüsteem<sup>3</sup> ja Taani keskpank<sup>4</sup> veel uuringuid. Need uuringud viitavad sellele, et Madalmaade ja Taani pensionifondide – mis moodustavad umbes 52 % ELi (v.a Ühendkuningriik) pensionifondide finantsvarast<sup>5</sup> – potentsiaalsed muutuvtagatiseid sama stressistsenaariumi korral (intressimäärade 1 % muutus) oleksid vastavalt alla 53 miljardi euro ja 106 miljardi Taani krooni (ehk umbes 14 miljardi euro), seega mõnevõrra väiksemad kui eespool nimetatud sõltumatu uuringu vastavad näitajad<sup>6</sup>. Kätesaadava sularahasaldo põhjal võib kõigi euroala pensionifondide sularaha kogusumma puudujääk ulatuda 17 miljardi euroni<sup>7</sup>.

Sarnased intressimäärade, kulude ja riskide muutused ei puudutaks üksnes pensioniskeeme, vaid mõjutaksid ka teisi finantsettevõtteid, mis kliirivad samuti keskselt (nt investeerimisfondid, kindlustusandjad), ning aktsepteeritud tagatise puudumisega seotud kohustuste täitmata jätmise riskid võivad tekkida ka kahepoolsete tuletisinstrumentidega kauplemise korral, mitte ainult keskse kliirimise keskkonnas. Kuid nagu Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve tunnistab oma esimeses sellekohases aruandes, näib, et pensioniskeemide võime neid riske maandada – investeerimisstrateegiate paindlikkuse, nende kohustustele vastavate investeringute kättesaadavuse ja likviidsusallikatele juurdepääsu kaudu, mida käsitletakse järgmistes jagudes – on rohkem piiratud.

Ajutise vabastuse eesmärk oli tagada vajalik aeg sobiva tehnilise lahenduse leidmiseks, mis võimaldaks pensioniskeemidel kesksete vastaspoolte tasandil keskselt kliirida ning samal ajal vältida oluliselt ebasoodsat mõju pensionäride sissetulekule. Euroopa turu infrastruktuuri määruuse raames kohaldatakse pensioniskeemide börsiväliste tuletisinstrumentidega seotud tegevuse suhtes asjakohaste künniste alusel juba praegu kliirimata börsivälistele tehingutele kehtivaid operatsiooniriski maandamise ja tagatisnõudeid, nagu on nähtud ette artiklis 11, mille järkjärgulist kohaldamist alustati 2017. aastal<sup>8</sup>: nende nõuete eesmärk on käsitleda mittekeskselt kliiritavate

---

<sup>3</sup> Euroopa Keskpank, finantsstabiilsuse ülevaade, mai 2020. Madalmaade pensionifondide hinnangud jäävad vahemikku 36–47 miljardit eurot; arvestades, et Madalmaade pensionifondid hõlmavad umbes 89 % euroala pensionifondide intressimäära vahetuslepingutest, jääb kõigi euroala pensionifondide lisatagatise nõue hinnangute kohaselt vahemikku 40–53 miljardit eurot.

<sup>4</sup> Danmarks Nationalbank, „Pension companies will have large liquidity needs if interest rates rise“, november 2019.

<sup>5</sup> Euroala 2019. aasta lõpu kontode kohaselt.

<sup>6</sup> Vastavad näitajad olid Madalmaade ja Taani pensionifondide puhul vastavalt ligikaudu 60 ja 27 miljardit eurot.

<sup>7</sup> Madalmaade pensionifondide sularaha puudujäägi hinnangud jäävad vahemikku 6–15 miljardit eurot. Arvestades, et Madalmaade pensionifondid hõlmavad umbes 89 % euroala pensionifondide intressimäära vahetuslepingutest, võib kõigi euroala pensionifondide sularaha puudujääk ulatuda kuni 17 miljardi euroni.

<sup>8</sup> Komisjoni delegeeritud määrus (EL) 2016/2251.

tuletisinstrumentidega seotud riske, pakkudes samal ajal ka stiimuleid keskseks kliirimiseks. Pensioniskeemide suhtes kohaldatakse ka Euroopa turu infrastruktuuri määruse kohaseid aruandekohustusi.

Kuigi arutelud pensioniskeemide ja muude sidusrühmadega kinnitavad, et pensioniskeemid soovivad tehinguid kliirida kesksete vastaspoolte tasandil ning teatavatel juhtudel juba teevad seda, on kohustuslik kliirimine jätkuvalt probleeme tekitanud. Seetõttu on vabastust kesksest kliirimisest aastate jooksul pikendatud, kuna ei ole tekkinud ühtegi elujõulist tehnilist lahendust. Euroopa turu infrastruktuuri määruse muutmise määrusega, mis jõustus 2019. aasta juunis, pikendati vabastust kuni 2021. aasta juunini, kusjuures seda on võimalik pikendada komisjoni delegeeritud õigusaktidega veel kaks korda, iga kord maksimaalselt ühe aasta võrra. Määruse lõppeesmärgiks jääb siiski pensioniskeemide keskne kliirimine niipea, kui see on võimalik, arvestades, et praegused regulatiivsed ja turusuundumused peaksid võimaldama turuosalistel töötada välja sobivad lahendused (Euroopa turu infrastruktuuri määruse põhjendus 30). Kesksete vastaspoolde, kliirivad liikmed ja pensioniskeemid peavad tegema kõik endast oleneva, et aidata kaasa selliste lahenduste väljatöötamisele.

Euroopa turu infrastruktuuri määruse muutmise määruse artiklis 85 kohustatakse komisjoni koostama aastaaruandeid kuni vabastuse viimase pikendamiseni, hinnates, „kas on töötatud välja elujõulised tehnilised lahendused, mille abil pensioniskeemid saavad kanda rahalise ja mitterahalise tagatise üle variatsioonitagatisena, ning [---] vajadust võtta meetmeid elujõuliste tehniliste lahenduste hõlbustamiseks“.

Samuti nähakse määrusega ette, et Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve esitab koostöös Euroopa Pangandusjärelevalve, Euroopa Kindlustus- ja Tööandjapensionide Järelevalve ning Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukoguga komisjonile aastaaruanded, milles seda küsimust hinnatakse. Komisjon sai Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve esimese aruande 2020. aasta aprillis. Koos aruandega algatas Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve avaliku konsultatsiooni, et koguda sidusrühmadelt lisateavet ja esitada komisjonile 2020. aasta detsembriks teine, põhjalikum aruanne. Seetõttu ei ole käesolevas Euroopa Komisjoni aruandes võimalik Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve põhjalikku aruannet arvesse võtta.

Peale selle anti Euroopa turu infrastruktuuri määruse muutmise määrusega komisjonile volitused moodustada eksperdirühm, kuhu kuuluvad asjaomaste sidusrühmade esindajad, et jälgida nende jõupingutusi ja hinnata elujõuliste tehniliste lahenduste leidmisel tehtud edusamme. Oma eelkäija (komisjoni kõrgetasemelise pensionifondide töörühma) tööd jätkavasse eksperdirühma kuuluvad kesksete vastaspoolde, kliirivate liikmete, pensioniskeemide, keskpankade ja muude asjaomaste sidusrühmade esindajad; eksperdirühm kohtus kahel korral, 2019. aasta oktoobris ja 2020. aasta aprillis (konverentsikõne teel), ning selle kohtumised toimuvad ka edaspidi iga kuue kuu tagant. Komisjon tugineb kaasseadusandjatele esitatavates aruannetes eksperdirühma tööle.

## **2. ARUANDE EESMÄRK**

Käesoleva aruandega täidab komisjon Euroopa turu infrastruktuuri määruse artiklist 85 tulenevat kohustust.

Aruandes võetakse nõuetekohaselt arvesse Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve esimest aruannet ning eksperdirühmas toimunud arutelusid. Nagu on selgitatud, võetakse Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve alustatud avaliku konsultatsiooni tulemusi arvesse komisjoni teises aruandes, mis avaldatakse järgmisel aastal.

Käesolevas aruandes analüüsitakse peamisi probleeme, mille sidusrühmad on seoses pensioniskeemide keskse kliirimisega kindlaks teinud, ning seni uuritud lahendusi. Nagu on märgitud, kehtib pensioniskeemide vabastus keskse kliirimise kohustusest kuni 2021. aasta juunini: seda tähtaega silmas pidades on käesoleva aruande eesmärk anda Euroopa Parlamendile ja nõukogule ajakohastatud teavet selles valdkonnas tehtud edusammude kohta, muu hulgas ka selliste aspektide kindlakstegemiseks, mida tuleks põhjalikumalt uurida, et soodustada teostatavat ja jätkusuutlikku keskse kliirimise lahendust.

## **3. KINDLAKSTEHTUD PÕHIPROBLEEMID**

### **3.1 Pensioniskeemide ärimudeli ja tuletisinstrumentide kasutamise taust**

Euroopa pensioniskeemid, eriti mõnes liikmesriigis (nt Madalmaades ja Taanis), on börsiväliste tuletisinstrumentide turul aktiivsed osalised. Nad kasutavad selliseid tuletisinstrumente, et maandada oma kohustustega seotud mitut riski (sh intressimäärade ja inflatsiooni volatiilsus) ning kaitsta end lõppkokkuvõttes maksevõimega seotud riskide eest. Pensionifondide kohustused praeguste ja tulevaste pensionäride ees on pika tähtajaga ja neile peavad vastama pikaajalised varad. Sellised varad on tavaliselt riigi- ja äriühingute võlakirjad. Siiski ei tundu kohustustega seotud riskide täielik maandamine võlakirjadega ELi pensioniskeemide jaoks teostatav, kuna sobivate tunnustega võlakirjade kättesaadavus on piiratud; lisaks võivad tuletisinstrumentid olla pensioniskeemide kohustustele paremaks vasteks, kuna selliste kohustuste hindamise eesmärgil diskonteerimiseks kasutatakse sageli vahetuslepinguid. Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve on teatanud, et ELi pensioniskeemide olukord erineb selles osas USA pensionifondide olukorrast, kuna viimased tuginevad riskimaandamise eesmärgil pigem pikaajalistele varadele (nt äriühingute ja riigivõlakirjad); USA pensionifondide kohustuste kestus on harilikult lühem kui ELi pensioniskeemidel, nende kohustused diskonteeritakse tavaliselt AA-reitinguga äriühingute võlakirjade tootlust kasutades ning USA äriühingute võlakirjade turg on sügavam. Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve tunnistab, et pensioniskeemidel tundub olevat struktuurne vajadus kaubelda börsiväliste tuletisinstrumentidega.

Pensioniskeemide tuletisinstrumentide portfell on tavaliselt suur, pikaajaline ja ühesuunaline ning Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve sõnul kujutab selle majandusharu agregeeritud positsioon endast potentsiaalset süsteemset riski.

Mis puudutab tuletisinstrumentide liike, siis on pensioniskeemid pikaajaliste intressimäära vahetuslepingute ulatuslikud kasutajad: DTCC 2015. aasta (Euroopa turu infrastruktuuri määruse kohaselt nõutavate) andmete alusel olid umbes 20 % intressimäära vahetuslepingutest – mille puhul vähemalt üks pool oli ELis kindlustusandja või pensionifond – 30aastase tähtajaga, võrrelduna üleilmse keskmisega, mis oli alla 10 %<sup>9</sup>. Intressimäära vahetuslepingud kuuluvad sellesse tuletisinstrumentide klassi, mille suhtes kohaldatakse Euroopa turu infrastruktuuri määruse kohast kliirimiskohustust. Pensioniskeemid kauplevad oma tuletisinstrumentidega kahepoolset või kliirivad kesksete vastaspoolte tasandil keskselt, seda üldjuhul kliirivate liikmete klientidena.

Tasub märkida, et pensioniskeemid ja -turud on ELis üsna erinevad: mõnes liikmesriigis on teise samba pensionisüsteemid arenenumad kui teistes riikides ning kindlaksmääratud hüvitisega pensionifondid on laiemalt levinud; teistes liikmesriikides on valdav määratud sissemaksega mudel. ELi suurimad pensioniskeemide turud asuvad Madalmaades, kus varade keskmine suhe SKPsse oli 2018. aasta lõpu andmete kohaselt 173,3 %, ning Taanis, kus see suhe oli 198,6 %. Sarnaseid skeeme kasutatakse ka Iirimaal. Sellistes riikides on erapensioniskeemidel pensionäridele pensionihüvitiste tagamisel oluline osa.

### **3.2 Pensioniskeemide keskse kliirimise probleem**

Pensioniskeemide keskse kliirimisega seoses tuvastatud peamine probleem on seotud asjaoluga, et kesksete vastaspoolte tasandil kliirimine nõuab rahalise muutuvtagatise andmist, ning komisjoni sidusrühmade kogus peetud arutelud on näidanud, et see on halvenenud turutingimuste korral pensioniskeemide jaoks probleemne.

Keskse kliirimise mudeli puhul nõuavad kesksed vastaspoolel osalejatelt muutuvtagatist, et kompenseerida nende hallatavate tuletisinstrumentide positsioonide turuväärtuse muutusi. Sel moel on kesksed vastaspoolel turuliikumiste suhtes alati kaitstud ja turuosalistel ei kogune aja jookul suuri kahjumeid seoses keskselt kliiritava portfelliga. Keskne vastaspool arvutab kahjumi ja kasumi ning vahetab neid iga päev turuhinnas hindamise protsessi kaudu. Sularaha täidab muutuvtagatise eesmärki kõige paremini, kuna see vähendab väärtuse kadumise riski miinimumini ja selle ülekandmine on lõplik. Lisaks on sularaha muutuvtagatisena vahendamine operatiivselt lihtsam ja kooskõlas Euroopa turu infrastruktuuri määruses sätestatud keskse vastaspoole liikviidsusriski juhtimise lähenemisviisiga<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu, Occasional Paper Series 11, 2016.

<sup>10</sup> Samuti võimaldab rahaline muutuvtagatis kesksel vastaspooltel olla kindel selles, et nad on võimelised oma tehinguid õigesti hindama, ning see on kliiritavate vahetuslepingute puhul turutava, mille on võtnud kasutusele kõik kliiritavate vahetuslepingute turu osalised.

See tähendab, et kliirivad osalised peavad selliste nõuetega asjakohaste sularahakoguste abil toime tulema. Kui nad seda ei suuda ja kliiriv liige ei saa nõutavat muutuvtagatist õigeks ajaks anda, kuulutab keskne vastaspool ta oma kohustusi mittetäitvaks, mis käivitab seejärel portfelli uuesti sobitamiseks rikkumismenetluse. Lisaks tuleb kesksetele vastaspooltele anda muutuvtagatis lühikese ajavahemiku jooksul, mis tekitab veelgi tegevusraskusi<sup>11</sup>.

Sularaha alternatiivkulu on suur, kuna see ei ole sama kasumlik kui muud varad ega piisav pensioniskeemide kohustuste tähtaegade tasakaalustamiseks, põhjustades seega varade ja kohustuste sobimatust. Suurema tootlusega vara asemel suurte sularahakoguste hoidmine vähendaks pensionäride tulu ja mõjutaks pensioniskeemide varade jaotust; pensionifondides ei ole tavaliselt palju sularaha, mis nähtub ka OECD avaldatud iga-aastasest ülemaailmsest pensionistatistikast.

Rahalise muutuvtagatise küsimus võib osutada keeruliseks eriti halvenenud turutingimustes koostoimes intressimäärade tõusuga, kui kesksete vastaspoolte muutuvtagatise nõuded võivad pensioniskeemide jaoks märkimisväärselt suurened.

Tõepoolest, suured muutuvtagatise nõuded võivad tekkida ka tehingute puhul, mida ei kliirita keskselt ja milles pensioniskeemid praegu osalevad. Selles kontekstis võivad pensioniskeemid anda muutuvtagatist siiski ka muul viisil kui sularahas, kasutades nt kvaliteetseid riigivõlakirju (vara, mida pensionifondides tavaliselt palju esineb), kuigi see, mil määral nõutakse pensioniskeemidelt rahalise muutuvtagatise andmist ka nende kahepoolsetes tehingutes, võib viimasel ajal suurenenud olla.

Tuleb märkida, et Euroopa turu infrastruktuuri määruse õigusraamistiku põhimõtte on edendada keskselt kliirimist, muutes ka kahepoolsete tehingud kooskõlas nendega seotud riskidega ebamugavamaks. Eeldatakse, et see ja muud regulatiivsed suundumused koos turujõududega suurendavad keskselt kliiritavate tuletisinstrumentide mahte, millel on kliiritavas segmendis potentsiaalselt parem hind kui segmendis, mida ei kliirita keskselt. Nagu on märgitud, on mõned pensionifondid juba vabatahtlikult ja valikuliselt alustanud keskse kliirimisega.

Tuleb märkida, et üldiselt kliirivad pensioniskeemid suurema tõenäosusega kaudselt kliirivate liikmete klientidena kui otseselt keskse vastaspoole kliiriva liikmena, mida käsitletakse lähemalt järgmistes jagudes.

Eespool kirjeldatu moodustab nende tunnuste tausta, mis peaksid iseloomustama keskse kliirimisega probleemi potentsiaalset lahendust: see peaks leidma õige tasakaalu finantsstabiilsuse eesmärgi ja vajaduse vahel olla pensioniskeemide jaoks kulude poolest elujõuline, et mitte mõjutada liigselt pensionäride pensionide suurust, ning olema piisavalt vastupidav ka halvenenud turutingimustes.

### **3.3 Seni uuritud potentsiaalsed lahendused**

---

<sup>11</sup> Päevasiseste lisatagatise nõuete puhul lubavad mõned kesksed vastaspoolel osalistel kasutada sularaha asemel väärtpapereid; päevalõpu lisatagatise nõuded tuleb siiski tasuda sularahas.

Pensioniskeemide keskset kliirimist hõlmava arutelu raames on aastate jooksul uuritud erinevaid võimalusi. Mõne potentsiaalse lahenduse ülevaade lisati komisjoni selleteemalisse aruandesse, mis esitati 2015. aastal Euroopa turu infrastruktuuri määruse nõuete kohaselt ja milles järelitati, et ei olnud välja töötatud ühtegi elujõulist tehnilist lahendust.

Seni uuritud võimalused on keskendunud sellele, kuidas pensioniskeemid saaksid kesksetele vastaspooltele anda muutuvtagatise turvalisel ja kulutõhusal viisil. Esimeses etapis, mida on kirjeldatud komisjoni 2015. aasta aruandes, kaaluti, kas kesksed vastaspoolel võiksid muutuvtagatise võtta vastu muud kui sularaha, nt kvaliteetseid riigivõlakirju. Üldiselt on siiski tunnustatud, et sellist võimalust oleks keeruline ellu viia, kuna see nõuaks, et kesksed vastaspoolel haldaksid sularahaks konverteerivate võlakirjade portfelli koos sellega seotud riskidega, mis võib moonutada nende rolli pidada vahendajana intressita portfelli.

Seetõttu uuritakse teisi võimalusi, mille kohaselt võiksid pensioniskeemid vahetada oma võlakirju sularaha vastu, et täita kesksete vastaspoolte lisatagatise nõudeid (tagatise ümberkujundamine). Valdkonna sidusrühmad on viimastel aastatel uurinud ja välja töötanud võimalikke lahendusi, mis on keskendunud viisidele, kuidas anda pensioniskeemidele võimalus tagatis tõhusalt ümber kujundada.

#### Tagatise ümberkujundamine kliirivate liikmete poolt

Kliirivad liikmed (nt pangad) saavad tavaliselt oma klientidele (sh pensionifondid) pakkuda tagatise ümberkujundamise teenuseid<sup>12</sup> repotehingutega. Enamik keske kliirimisega tegelevaid pensioniskeeme teeb seda praegu kliirivate liikmete klientidena ja võib seda jätkata isegi kohustusliku kliirimisepuhul. Repotehing on tehing, mille puhul üks pool müüb vara teisele poolele ja kohustub selle tulevikus kokkulepitud hinnaga tagasi ostma. Kõnealune vara on tavaliselt võlakiri ja seda kasutatakse tagatiseks, et kindlustada sularaha laenuks andja vastaspoole krediidiriski vastu. Seega saab repotehinguid kasutada selleks, et kujundada võlakirjad ümber sularahaks ja anda muutuvtagatise, mille eeliseks on see, et võlakirjade pakkujal säilib võlakirjade omandiõigus ning ta saab neist pikaajaliselt tulu.

Repoturul tegutsevad tavaliselt suured pangagrupid. On leitud, et mõned tegurid pärsivad kliirivate liikmete tahet teha selliseid tehinguid. Paljude turuosaliste arvates muutis finantsvõimenduse määra arvutamine BASEL III raamistiku alusel repotehingute tegemise ebamugavamaks, kuna sellistel tehingutel on väikesed tagatised ja need suurendavad pankade bilansse, mis omakorda suurendab suhtarvu nimetajat. Seetõttu peab pankadel olema selle nõude täitmiseks suurem kogus esimese taseme omavahendeid. Sarnaseid kaalutlusi arendatakse ka ülemaailmse finantssüsteemi komitee 2017. aasta repoturgude analüüsis,<sup>13</sup> milles viidati võimalikule kompromissile regulatiivsete reformide – mis keskenduvad pankade bilansi suurusele (mille eesmärk on piirata ülemäärast finantsvõimendust) – ja tagajärgede vahel (sh lõppkasutajate

<sup>12</sup> Sellist teenust võiksid pensionifondidele osutada ka teised pangad, mis erinevad nende kliirivast liikmest.

<sup>13</sup> Ülemaailmse finantssüsteemi komitee, „Repo market functioning“, 2017.



jaoks), mis on seotud repoteenuste kättesaadavusega<sup>14</sup>. Repoturu mahud on ELis viimastel aastatel siiski suurenenud<sup>15</sup> ja EKP analüüsi kohaselt ei ole regulatiivsete reformide soovimatu mõju euroala pankade repoteenuste osutamisele olnud märkimisväärne<sup>16</sup>.

Lisaks muutis see, kuidas finantsvõimenduse määr oli algselt kavandatud, pankade jaoks klientidele kliirimisteenuste osutamise ebamugavamaks, kuna klientide antud tagatise ei olnud võimalik kasutada riskipositsiooni summa tasakaalustamiseks (mis mõjutaks suhtarvu nimetajat). Baseli komitee<sup>17</sup> tegi 2019. aastal ettepaneku muuta finantsvõimenduse määra arvutamist, et kliendi kliirimist ei kahjustataks õigustamatult. Neid muudatusi kajastati muudetud kapitalinõuete määruses, mis jõustus eelmise aasta juunis.

Finantsvõimenduse määra muudeti ka seoses pöördrepotehingute käsitlemisega. Need muudatused võivad ergutada panku tegelema klientide kliirimisega ja võib-olla ka repotehingute vahendamisega, toetades sel viisil ka repoturu likviidsust. Selliste muudatuste mõju tuleb hinnata.

Peale selle on väljendatud muret seoses repoturgude suutlikkusega rahuldada kõigi pensioniskeemide üldistsularahanõudlust, seda eriti stressiperioodidel, mida käsitletakse allpool üksikasjalikumalt.

#### Tagatise ümberkujundamine kliiritud repoturgude kaudu

Viimastel aastatel on mõned kesksed vastaspoolled töötanud pensioniskeemide keskse kliirimise toetamiseks välja uued mudelid, mis põhinevad sellel, et hõlbustatakse pensioniskeemide juurdepääsu kesksetele vastaspooltele ja kliiritud repoturgudele; see võib hõlmata juurdepääsu ka kliiritud börsivälisele turule. Need mudelid on Euroopa Liidus välja töötanud vähemalt üks keskne vastaspool ja komisjonile teadaolevalt võtavad sarnased mudelid tõenäoliselt kasutusele ka teised kesksed vastaspoolled<sup>18</sup>. Selles raamistikus on pensioniskeemidel otsene lepinguline suhe keskse vastaspoollega ja neid abistab (või toetab muul viisil) kliiriv liige (tavaliselt pank), kes tegutseb kliiriva agendina ja hõlbustab pensioniskeemide keskset kliirimist, panustades nt keskse vastaspoole tagatisfondi ning tegeledes rikkumismenetluste ja muude teenustega (tagatisvara haldamine jne).

---

<sup>14</sup> Vahendusvõime kahanemine võib vähendada ka seda, mil määral saavad repoturud reageerida tulevastel stressiperioodidel nõudlusele. Repoturu toimimise vähenemine võib tekitada pingeid hetke- ja tuletisinstrumentide turgudel ning vähendada finantseerimisasutuste võimet varad rahaks teha. Stressiperioodidel finantsstabiilsusele ja reaalmajandusele tekkivate kulude suurusjärk võib olla kokkuvõttes märkimisväärne, kuigi sellised olukorrad ei ole lähiminevikus olulisel määral realiseerunud. Repoturu kohandused võivad mõne lõppkasutaja kulusid vähendada, kuid nendega võivad kaasneda ka uued riskid.

<sup>15</sup> Rahvusvaheline Kapitaliturgude Assotsiatsioon, Euroopa repoturu uuring, 2019. aasta detsember.

<sup>16</sup> EKP, finantsstabiilsuse ülevaade, 2017.

<sup>17</sup> Baseli pangajärelevalve komitee, „Leverage ratio treatment of client cleared derivatives“, 2019.

<sup>18</sup> Komisjonile kättesaadava teabe põhjal on väljaspool ELi loonud ostupoolel repotehingute kliirimise pakkumised LCH Ltd (Ühendkuningriik), Canadian Derivatives Clearing Corporation (Kanada) ja DTCC FICC (Ameerika Ühendriigid).

Need mudelid ei kõrvalda iseenesest vajadust anda kliiritud börsivälistele tuletisinstrumentidele rahaline muutuvtagatis, kuid need tagavad pensioniskeemidele täiendava juurdepääsu repoturgudele. Selliste n-ö lihtsustatud liikmesuse mudelite eesmärk oleks ka leevendada mõningaid kliendi kliirimisega seotud piiranguid, nt asjaolu, et kliendi kliirimisega tegelevad ELis vaid mõned kliirivad liikmed, või klientide positsioonide ülekantavuse küsimus kliiriva liikme poolt kohustuste täitmata jätmise korral. Pankade seisukohast peaksid sellised mudelid kapitalinõuete osas olema vähem nõudlikud kui tavapärase klientidega seotud kliirimine.

Komisjoni andmetel on selline mudel aja jooksul välja töötatud ja turu huvi selle vastu on mõnevõrra suurenenud, kuid seni on sellist teenust hakanud kasutama vaid üksikud – tavaliselt suured – pensioniskeemid. Selle üks ilmne põhjus võib olla asjaolu, et keskse vastaspoolega otsese suhte loomine võib nõuda turuosaliste – nii pensioniskeemide kui ka kliirivate liikmete – täiendavat operatiivset ja õiguslikku valmisolekut ning investeringuid. Lisaks teatasid komisjoni sidusrühmade kogus osalevad pensionifondid, et sellised mudelid on üldiselt kättesaadavad vaid suurtele pensioniskeemidele, praegu toetavad neid vaid vähesed pangad ning pensioniskeemid sõltuvad endiselt kliiriva liikme valmisolekust seotud teenuseid pakkuda.

Rahvusvahelise Vahetustehingute ja Tuletisinstrumentide Liidu ning ühingu Pensions Europe 2018. aasta ühisdokumendi kohaselt<sup>19</sup> pakuvad turule huvi otsese liikmesuse või nn lihtsustatud liikmesuse mudelid, seda ka seetõttu, et need võivad olla pankade jaoks huvitavamad kui tavapärased kliendi kliirimise suhted. Täieõiguslik otsene liikmesus tundub olevat keeruline mitmel põhjusel (sh vajadus täita keskmise vastaspoole osalemisnõuded ja teha tagatisfondi maksed ning omada tegevussuutlikkust), kuid lihtsustatud juurdepääsuga mudelid võivad aidata sellele lähemale jõuda. Komisjoni sidusrühmade kogus osalevate pensionifondide kohaselt tuleks siiski veel teha täiendavaid parandusi.

### Repoturgu käsitlev arutelu

Pensioniskeemid peavad repoturgu üldiselt nende likviidsusvajaduste rahuldamisel kasulikuks vahendiks ning Euroopa Komisjoni moodustatud eksperdirühma aruteludes on seda tavaliselt kirjeldatud muutuvtagatise küsimuse terviklahenduse võimaliku osana.

Siiski valmistab valdkonnale endiselt muret repoturgude suutlikkus rahuldada kõigi nende pensioniskeemide üldist sularahanõudlust, mis peavad kliirima halvenenud turutingimustes, mil repoturget survestab tõenäoliselt vajadus tulla toime suure likviidsusnõudlusega, mis ei tulene ainult pensioniskeemidest. Lisaks sellele ei pruugi pangad alati soovida stressiperioodidel pensioniskeemidele repotehinguid pakkuda või seda endisel määral teha. Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve märgib, et mitu nimetatud tegurit ja muud aspektid on seotud ka pankade ja nende pensioniskeemidest klientide vahelise üldise ärisuhtega. Kui pensioniskeemidel ei ole võimalik halvenenud

---

<sup>19</sup> Rahvusvahelise Vahetustehingute ja Tuletisinstrumentide Liidu ning ühingu Pensions Europe ühisdokument „Potential demand for clearing by EU Pension Funds“, 2018.

turutingimustes repoturgu kasutada, ei pruugi nad olla võimelised täitma kesksete vastaspoolte lisatagatise nõudeid ja nad võivad olla isegi laiemate finantsstabiilsuse probleemide allikaks. Sellega seoses võib osutada kasulikuks võimalus luua pankade ja pensioniskeemide vahel mitmekesised likviidsuskokkulepped.

Kliiritud repoturgudel peaks kahepoolsete turgudega võrreldes olema suurema likviidsuse eelis, kuna pangad soovivad põhimõtteliselt rohkem kaubelda kliiritud repotehingute kui kahepoolsete repotehingutega – seda ka seetõttu, et nad saavad tasaarvestada oma positsioonid kesksete vastaspooltega. Ülemaailmse finantsüsteemi komitee andmetel (2017) kasvas viimastel aastatel euroalal kesksete vastaspoolte kaudu repotehingutega kauplemise osakaal, mis moodustas 50–60 % euroala repotehingute turumahust, kuna nad on bilansihalduse seisukohast atraktiivsed. Selles perspektiivis tuleb arvestada ka mõne keskse vastaspoole välja töötatud meetmeid, mis võimaldavad lõppkasutajatel osaleda otseselt nende kliiritud repotehingute platvormidel. Pensioniskeemide kohaselt võib kliiritud repoturg pakkuda kahepoolsete repotehingutega võrreldes täiendavat repotehingute mahtu, kuid sellel on ka eespool nimetatud piirangud.

Euroopa repoturgude toimimisest annab ülevaate Rahvusvaheline Kapitaliturgude Assotsiatsioon, kelle 2019. aasta repoturu uuringu kohaselt on turu kogumahuks hinnanguliselt 8,310 miljardit eurot<sup>20</sup>. Rahvusvahelise Kapitaliturgude Assotsiatsiooni 2018. ja 2019. aasta Euroopa repoturu uuringud kinnitavad, et Euroopa repoturgu peetakse üldiselt hästi toimivaks, nii et see võib endast kujutada tagatise ümberkujundamise kanalit; repoturud on kvartali ja aasta lõpus aga vähem likviidsed, kuna pangad kalduvad aruandetahtaegade lähenedes oma repotehingute positsioone sulgema. Selliste korrapäraste kahanemiste ulatus on viimastel aastatel vähenenud ja eeldatavasti väheneb tulevikus veelgi, seda ka tänu Baseli pangajärelevalve komitee hiljutiste soovitude rakendamisele ELis eesmärgiga vähendada kvartali- ja aastalõpu volatiilsust.

Rahvusvaheline Kapitaliturgude Assotsiatsioon analüüsib<sup>21</sup> ka COVID-19 kriisi ajal turul toimunud viimaseid arengusuundumusi. Selle uuringu kohaselt tuli Euroopa repoturg COVID-19 pandeemia ajal alates 2020. aasta veebruari lõpust / märtsi algusest enamjaolt hästi toime. Repoturu aktiivsus kasvas märtsi esimese kahe nädala jooksul lisatagatise nõuete täitmiseks tagatise ümberkujundamise taotluste arvu suurenemise tõttu ja riskantsematelt varadelt lühiajalistesse varadesse liikuvate rahavoogude tõttu. Kuid klientide sõnul tulid pangad suureneva repotehingute nõudlusega vaevu toime ja mõned hakkasid teenindama vaid kõrgema taseme kliente. Kuigi uuringu kohaselt kasvas kriisi ajal nõudlus repoturule juurdepääsu saamise järele, ei suurenenud pankade suutlikkus seda juurdepääsu vahendada. Ostupoole osalejad teatasid, et nende sõltuvus repoturust kasvas, kuna vahendite väljavool tekitas vajaduse teenida võlakirjade eest

---

<sup>20</sup> Põhineb 58 uuringus osalenud finantseerimisasutuse raamatupidamises kajastatud täitmata repotehingute ja pöördrepotehingute lepingute väärtusel.

<sup>21</sup> Rahvusvaheline Kapitaliturgude Assotsiatsioon, „The European repo market and the Covid-19 crisis“, aprill 2020.

sularaha ning täita volatiilsuse suurenedes tuletisinstrumentide positsioonide lisatagatise nõudeid. Kuid tundub, et pankadel oli raske klientide nõudlusega sammu pidada. Paljud väidavad, et nad piirdusid äritegevuses vaid kõrgema taseme klientidega, kuna neil puudus uue äritegevuse suutlikkus. Lisaks teatasid pangad, et suurenenud volatiilsuse tõttu muutusid ärile siduvaks piiranguks pigem riskiga kaalutud vara limiidid, mitte finantsvõimenduse määrad, eriti ühesuunaliste ärivoogude puhul (nt sularaha netolaenuvõtjad).

Teadaolevalt leevendasid keskpanga sekkumised neid pingeid, vabastades pankade krediidiliine ja tühistades riskivarade müümist.

COVID-19 kriisi aegseid turusuundumusi on arutatud ka komisjoni sidusrühmade kogus. Kesksete vastaspoolde teatasid, et kriisi ajal jätkus kliiritud repotehingute turgude tõrgeteta toimimine ning aktiivsus oli suur. Nende sõnul ei olnud kliiritud repoturul osalevate ostupoole ettevõtjate juurdepääs piiratud. Samuti rõhutati turutaristu üldist vastupidavust (sh tagatise mudelite puhul), mis edendas seega osalistele esitatavate lisatagatiste taotluste prognoositavust. Pensioniskeemid teatasid, et nad kannatasid turu märkimisväärse volatiilsuse tõttu, saades kahepoolsetelt vastaspooltelt ja klientide kliirivatelt liikmetelt suuri lisatagatise nõudeid. Pensioniskeemid teatasid, et nad said selles olukorras vaid vaevu hakkama, kuid kui turgude olukord oleks olnud halvem, oleksid nad olnud väga suurtes raskustes. Samuti kinnitasid nad, et pangad ei soovinud repotehingute vahendamise tegeleda ja et neil oli keeruline saada juurdepääs kliirivate liikmespankade bilansile, et repoturgudele pääseda. Seetõttu leiavad pensioniskeemid, et repoturule ei saa kõigis turutingimustes tugineda. Pensioniskeemid sõltuvad sellele juurdepääsu saamisel sageli suuresti pankadest ning pangad pakuvad stressiperioodidel klientidele piiratud repoteenuseid.

Pidades silmas repoturgudega seotud raskusi stressiperioodidel, on turuosalistes tõstatanud sageli küsimuse, mis puudutab vajadust keskpanga likviidsuse kaitsemehhanismi järele stressiperioodil. Turuosaliste sõnul võiks kõnealuse keskpankade kaitsemehhanismi rolli kavandada nii, et keskpangad pakuvad likviidsust reguleeritud üksustele, kes seejärel pakuvad seda pensioniskeemidele; kõnealused üksused võivad olla pangad või kesksed vastaspoolde. Pärast pankadelt või keskselt vastaspooltelt likviidsuse saamist suudaksid pensioniskeemid täita rahalise muutuvtagatise nõudeid.

Tuleb märkida, et arvestades, et keskpangad on keskpanga vahendite loomiseks ja nende kavandatud kasutuse tõlgendamiseks ainupädevad, peaksid keskpangad kiitma heaks ja kinnitama kõik keskpanga likviidsuse kaitsemehhanismil põhinevad võimalused.

EKP esitas selles küsimuses oma seisukoha. Pangad on loomulikult rahapoliitika vastaspoolde ja neil on lubatud pakkuda tagatise ümberkujundamise teenuseid vastavalt asjakohastele pangandusnormidele. Seetõttu on nad positsioonil, mis võimaldab neil repoturul vahendaja ülesandeid täita, seda ka keskpanga vahendite kasutamise alusel.

Kuid EKP arvates ei tundu keskpanga kaitsemehhanismi roll olevat selge või see ei pruugi kesksete vastaspoolte jaoks teostatav olla, isegi kui viimastel on panganduslitsents: tundub, et tagatise ümberkujundamise teenused ei kuulu kesksete vastaspoolte põhitegevuse alla, mistõttu võib see tekitada muret seoses kaasnevate riskidega. Lisaks sellele leiab EKP, et juhul, kui kesksed vastaspoolel alustavad oma täiendava panganduslitsentsi alusel tagatise ümberkujundamise teenuste pakkumist (kui see on lubatud), ei tundu enam mõistlikud nende suhtes kohaldatavad vabastused teatavate panganduse usaldatavusnõuete täitmisest põhjusel, et kesksed vastaspoolel ei tegele tavapärase pangandustegevusega ja nende ärimudel on teistsugune. Seetõttu on vajalik täiendav analüüs, et teha kindlaks igasuguste selliste kokkulepete õiguslik olemus, keske vastaspoole riskijuhtimise mõju ja õigusnormidele vastavus. Mõne keske vastaspoole esimesest reaktsioonist nähtub samuti teatavat skeptilisust.

Seoses vajadusega tagada pensioniskeemidele võimalik nn spetsiaalne keskpanga kaitsemehhanism (kusjuures pensioniskeemidest saavad keskpankade vastaspoolel ja nad saavad neilt otse likviidsust) andis EKP oma panuse komisjoni sidusrühmade kogu arutelusse eurosüsteemi seisukohast, st keskendudes euroalal asuvate üksuste rahastamisvajadustele eurodes. Eurosüsteemi kvantitatiivse hinnangu kohaselt hinnati euroala pensioniskeemide likviidsusvajadust, et täita muutuvtagatise nõue stressistsenaariumi korral, mis põhineb intressimäärade 1 % muutumisel (vt ka eespool). Eurosüsteemi andmetel tegelevad euroalal tuletisinstrumentidega kõige enam Madalmaade pensioniskeemid, mis moodustavad 89 % kõigist pensionifondide intressimäärade vahetuslepingutest. Eurosüsteemi analüüsis leiti, et sellises olukorras oleksid euroala pensioniskeemide tegelikud likviidsusvajadused hallatavad (st alla 2 %) võrreldes Euroopa repoturu üldise suurusega (mis põhineb pöördrepotehingute tasumisele kuuluval summal), mis viitab sellele, et repoturg iseenesest võiks euroala pensioniskeemide vajadustele lahendusi pakkuda. Analüüsi tulemuste põhjal järeldati, et eurosüsteemi rahapoliitika raamistik (sh selle vastaspoolte raamistik) on rahapoliitika elluviimiseks piisav ega õigusta muudatusi, et luua pensioniskeemide jaoks spetsiaalne eurosüsteemi likviidsuse kaitsemehhanism<sup>22</sup>.

#### **4. KOKKUVÕTE**

Pensioniskeemide keske kliirimise küsimust on arutatud pikka aega ja viimastel Euroopa turu infrastruktuuri määruse läbirääkimistel selgus, et kaasseadusandjad püüdsid võimalikult ulatuslikult edendada 2009. aasta G20 reformidega kavandatud lahendust, mis võimaldaks sellistel ettevõtjatel kasutada keske kliirimise süsteemi, võttes samal ajal arvesse vajadust asjakohaste lahenduste järele, et tegeleda halvenenud turutingimustes mureküsimustega.

Komisjoni sidusrühmade kogus on peetud pikki arutelusid, mille käigus selgus, et pensioniskeemid on juba alustanud vabatahtlikult teatavate tuletisinstrumentide

---

<sup>22</sup> Taoline eurosüsteemi likviidsuse kaitsemehhanism eristuks erakorralisest likviidsusabist, mis kuulub riikide keskpankade pädevusse.

kliirimist, ning võib järeldada, et lahendamist vajav põhiprobleem on rahalise muutuvtagatise nõue halvenenud turutingimustes.

Komisjon on turusuundumusi pidevalt jälginud ning hõlbustanud asjaomaste sidusrühmade vahelist teabevahetust ja arutelusid, et leida võimalusi edasiminekuks. Aastate jooksul on selle valdkonna sidusrühmad mitmesuguseid jõupingutusi teinud. Kui loobuti võimalusest anda muutuvtagatist võlakirjadena otse kesksetele vastaspooltele, sest see ei olnud kesksete vastaspoolte olemuse ja ärimudeliga kooskõlas, alustati muude võimaluste uurimist, et võimaldada pensioniskeemidel tagatist paremini ümber kujundada.

Nagu käesolevas aruandes kirjeldatud, on viimastel aastatel välja töötatud lihtsustatud juurdepääsu mudelid, et uurida pensioniskeemide keskse kliirimise potentsiaalselt elujõulist võimalust. Komisjonile teadaolevalt kasutavad mõned üksikud pensioniskeemid seda võimalust juba praegu. Komisjon kavatseb koos asjaomaste sidusrühmadega seda võimalust, sealhulgas selle maksumust pensioniskeemidele, põhjalikumalt uurida. Asjaolu, et rohkem kui üks keskne vastaspool võtab selle mudeli kasutusele, näitab positiivset suundumust, seda ka seoses suurema valiku soodustamisega.

Sobiva lahenduse leidmiseks tuleb suure tõenäosusega teha jõupingutusi mitmel eri rindel. Ühest küljest tuleks täiendavalt hinnata pangandusnormide mõningaid aspekte, sh seda, kas hiljuti tehtud muudatustest finantsvõimenduse määra arvutamisel on olnud kasu. Teisest küljest tuleks kaaluda, milliseid võimalusi oleks vaja uurida pensioniskeemidele stressiperioodidel likviidsuse tagamiseks.

Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve alustatud avaliku konsultatsiooni tulemused peaksid andma täiendava ülevaate hiljutistest turusuundumustest ja võimaluse korral pakkuma ka kvantitatiivseid andmeid, mida analüüsitakse põhjalikult. Lisaks on komisjon kindlalt otsustanud uurida võimalikke asjakohaseid ja teostatavaid algatusi, et jõuda elujõulise ja vastupidava keskse kliirimise lahenduseni.

Komisjon võtab järgmiste kuude jooksul tehtavaid analüüse arvesse vabastust kesksest kliirimisest käsitleva otsuse tegemisel.