EUROPSKA
KOMISIJA

Bruxelles, 3.2.2015.
COM(2015) 39 final

IZVJEŠĆE KOMISIJE EUROPSKOM PARLAMENTU I VIJEĆU

o ocjeni napretka koji su ostvarile i napora koje su uložile središnje druge ugovorne strane u razvoju tehničkih rješenja za prijenos negotovinskog kolaterala kao varijacijskog iznosa nadoknade od strane mirovinskih sustava i potrebe za mjerama kojima se olakšava takvo rješenje, u skladu s člankom 85. stavkom 2. Uredbe (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju

1. UVOD

Uredba (EU) br. 648/2012 o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju (EMIR) objavljena je u *Službenom listu Europske unije* (EU) 27. srpnja 2012. i stupila je na snagu 16. kolovoza 2012.

U skladu s EMIR-om na OTC izvedenice koje su standardizirane (odnosno koje ispunjavaju prethodno utvrđene kriterije prihvatljivosti), uključujući visoku razinu likvidnosti primjenjivat će se obveza poravnanja posredstvom središnjih drugih ugovornih strana.

Središnje druge ugovorne strane subjekti su koji posreduju između dviju ugovornih strana u transakciji, čime postaju „kupac svakom prodavatelju" i „prodavatelj svakom kupcu". Kao druga ugovorna strana za svaku poziciju središnja druga ugovorna strana snosi kreditni rizik druge ugovorne strane u slučaju neuspjeha neke od svojih drugih ugovornih strana.

Svrha je središnjih drugih ugovornih strana podnošenje neispunjavanja obveza člana sustava poravnanja ili klijenta u pravilu primjenom zahtjeva za česti i konzervativni kolateral ili „nadoknadu", izračunanih za podmirivanje svih potencijalnih gubitaka u slučaju neispunjavanja obveza. Središnje druge ugovorne strane prihvaćaju samo visokolikvidnu imovinu, u pravilu gotovinu, kao kolateral pri odazivu na pozive za uplatu varijacijskog iznosa nadoknade kako bi se omogućila brza likvidacija u slučaju neispunjavanja obveza.

Mirovinski sustavi[i] u mnogim su državama članicama aktivni sudionici na tržištima OTC izvedenica. Međutim, oni u pravilu svode svoje gotovinske pozicije na najmanju mjeru i umjesto toga drže ulaganja s većim prinosom, poput vrijednosnih papira, kako bi svojim korisnicima umirovljenicima osigurali veće povrate. Nemogućnost središnjih drugih ugovornih strana da prihvate nenovčanu imovinu kao kolateral pri odazivu na pozive za uplatu varijacijskog iznosa nadoknade znači da bi mirovinski sustavi trebali doći do gotovine u kratkom roku pozajmljivanjem gotovine ili prodajom ostale imovine kako bi se odazvali pozivima na uplatu nadoknade središnje druge ugovorne strane. To sada nije tako u okviru bilateralnih odnosa u kojima mirovinski sustavi mogu svojim bilateralnim drugim ugovornim stranama položiti nenovčanu imovinu u mjeri u kojoj se ta nadoknada zahtijeva. Posljedica su takvog zadržavanja gotovinskih rezervi visoki oportunitetni troškovi mirovinskih sustava zbog niske razine kamata po gotovinskim kolateralima. Zbog troškova središnjeg poravnanja u konačnici bi došlo do smanjenja mirovina odgovarajućih umirovljenika ako bi mirovinski sustavi trebali položiti gotovinu pri odazivu na pozive za uplatu varijacijskog iznosa nadoknade.

Komisija, Vijeće i Parlament stoga su usuglasili trogodišnje privremeno izuzeće iz obveze poravnanja za mirovinske sustave koji ispunjavaju određene kriterije[ii] navedene u članku 89. stavku 1. EMIR-a. To se izuzeće može produljiti za još ukupno

tri godine. To je prijelazno razdoblje izričito predviđeno EMIR-om kako bi se središnjim drugim ugovornim stranama osigurao dulji rok za razvoj tehničkih rješenja za prijenos negotovinskog kolaterala pri odazivu na pozive na uplatu varijacijskog iznosa nadoknade.

2. SVRHA IZVJEŠĆA

U skladu s člankom 85. stavkom 2. EMIR-a cilj je ovog izvješća predstavljanje procjene napretka koji su ostvarile i napora koje su uložile središnje druge ugovorne strane u razvoju tehničkih rješenja za prijenos mirovinskih sustava negotovinskog kolaterala kao iznosa varijacijske nadoknade, kao i potrebe za mjerama kojima se to rješenje olakšava.

U članku 85. stavku 2. EMIR-a predviđa se i da, ako smatra da središnje druge ugovorne strane nisu uložile potrebne napore za razvoj primjerenih tehničkih rješenja i da je nepovoljni učinak središnjeg poravnanja ugovora o izvedenicama na mirovine budućih umirovljenika i dalje nepromijenjen, Komisija ima ovlast donijeti delegirane akte u skladu s člankom 82. za produljenje trogodišnjeg razdoblja iz članka 89. stavka 1. jednom za dvije godine i jednom za dodatnu godinu dana.

Kako bi u potpunosti procijenila trenutačno stanje, Komisija je naručila osnovnu studiju o tome jesu li središnje druge ugovorne strane uložile potrebne napore u razvoj primjerenih tehničkih rješenja za prijenos negotovinskog kolaterala kao iznosa varijacijske nadoknade od strane mirovinskih sustava. U toj se osnovnoj studiji nalazila i analiza mogućih i alternativnih rješenja. Konačno, u osnovnoj se studiji analizirao i učinak ukidanja izuzeća u nedostatku rješenja, uz izračun smanjenja mirovinskih prihoda za umirovljenike korisnike zahvaćenih mirovinskih sustava[iii].

U skladu s člankom 85. stavkom 2. Europska komisija u pripremi se ovog izvješća savjetovala s Europskim nadzornim tijelom za vrijednosne papire i tržište kapitala i Europskim nadzornim tijelom za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje.

3. NAPORI SREDIŠNJIH DRUGIH UGOVORNIH STRANA

3.1. „REPO” USLUGA MIROVINSKOG SUSTAVA

U ovoj je fazi samo jedna središnja druga ugovorna strana uložila primjetniji napor u razvoj rješenja za podnošenje negotovinske imovine pri odazivu na pozive na uplatu varijacijskog iznosa nadoknade.

Ta središnja ugovorna strana aktivno razvija uslugu (dalje u tekstu: „repo usluga mirovinskog sustava”[iv]) koja bi mogla biti rješenje za potrebe mirovinskih sustava za upotrebu nenovčane imovine pri odazivu na pozive na gotovinsku uplatu varijacijskog iznosa nadoknade.

Zahvaljujući predloženoj usluzi ograničen raspon sudionika na tržištu koji nisu trgovci (uključujući mirovinske sustave) mogli bi postati članovima usluge trgovanja i poravnanja transakcija otkupa (repo transakcije). U repo transakciji jedna strana prodaje imovinu (u pravilu vrijednosne papire s fiksnim prihodima) drugoj strani te se obvezuje otkupiti tu imovinu po ugovorenoj cijeni na budući datum. Imovina je kolateral kojim se ublažava kreditni rizik druge ugovorne strane koji kupac snosi u odnosu na prodavatelja. Repo transakcije stoga su sredstvo kojim mirovinski sustavi pretvaraju svoju postojeću nenovčanu imovinu u gotovinu koju središnje druge ugovorne strane zahtijevaju pri odazivu na poziv na uplatu varijacijskog iznosa nadoknade, uz pridržaj vlasništva i, ključno, povrata od ulaganja u dugotrajnu imovinu. Prema prijedlogu repo usluge mirovinskog sustava, mirovinski sustavi ulazili bi u repo transakcije s ostalim sudionicima usluge trgovanja uz upotrebu vrijednosnih papira koje već drže u svojem uobičajenom tijeku ulaganja. Te bi se transakcije obavljale na platformi za repo trgovanje središnje druge ugovorne strane te bi se automatski poravnavale njezinom uslugom poravnanja. Gotovinu prikupljenu repo transakcijama tada bi bilo moguće položiti središnjoj drugoj ugovornoj strani pri odazivu na poziv za uplatu varijacijskog iznosa nadoknade. Poravnanja samih repo transakcija obavljala bi se posredstvom središnje druge ugovorne strane zbog čega bi kreditni rizik druge ugovorne strane mirovinskog sustava u pogledu transakcije bio manji.

Tom bi se uslugom mirovinskim sustavima omogućilo obavljanje repo transakcija i istovremeno centraliziranje upravljanja pozicijama kod središnje druge ugovorne strane te ublažavanje preostalog bilateralnog kreditnog rizika druge ugovorne strane u transakciji suočavanjem sa središnjom drugom ugovornom stranom umjesto s drugom ugovornom stranom repo transakcije.

S obzirom na to da je repo usluga mirovinskog sustava još uvijek u razvoju, u ovoj su fazi još uvijek prisutna pitanja o održivosti takve usluge. Kako se navodi u odjeljku 4.3. u nastavku, smatra se da bi na tržištima bilateralnih repo transakcija mogao postojati manjak kapaciteta iz kojih bi mirovinski sustavi mogli doći do potrebne gotovine pri odazivu na poziv središnje druge ugovorne strane na uplatu varijacijskog iznosa nadoknade u vrijeme tržišnog stresa. Stoga je potrebno preispitati hoće li se razviti poravnana repo tržišta kako bi se osigurao dodatni kapacitet koji je potreban mirovinskim sustavima. Posljedica sposobnosti banaka pružatelja usluge repo likvidnosti za uklanjanje bilateralnih rizika iz svojih transakcija i za suočavanje sa središnjom drugom ugovornom umjesto toga mogu biti niži kapitalni zahtjevi kojima bi se mogla potaknuti veća repo aktivnost. Međutim, ostali regulatorni čimbenici mogu utjecati na razvoj repo tržišta u kratkoročnom i srednjoročnom

razdoblju, uključujući regulatorne inicijative na temelju Basela III i predloženi porez na financijske transakcije u EU-u te moguća načela obvezne primjene korektivnih faktora na imovinu u skladu s dokumentom *Workstream on Securities Lending and Repos* Odbora za financijsku stabilnost. Moguće je da repo tržišta postanu manje privlačna za pružatelje usluga likvidnosti te da posljedično dođe do njihova smanjenja.

Osim toga, upitna je sposobnost korištenja te usluge svih ili barem većine mirovinskih sustava koji se susreću s poteškoćama pri odazivu na poziv na gotovinsku uplatu varijacijskog iznosa nadoknade. Razlog je za to činjenica da će sudionici usluge morati pristupiti središnjoj drugoj ugovornoj strani na temelju posebnog sporazuma o članstvu kojim bi se mirovinski sustav obvezao na uplatu doprinosa u poseban jamstveni fond. Jamstveni fond ne bi se upotrebljavao za podmirivanje gubitaka ostalih članova sustava poravnavanja kao što je to slučaj kod konvencionalnih sporazuma o članstvu, već isključivo za podmirivanje izravnih gubitaka uzrokovanih mogućim neispunjavanjem obveza samog mirovinskog sustava. On zato nije izložen gubicima koji su posljedica neispunjavanja obveza ostalih sudionika u sustavu poravnavanja. Međutim, uključivat će obvezu dodatnog jamstva unaprijed, s čime se možda neće složiti svi mirovinski sustavi i njihovi upravitelji ili povjerenici.

Konačno, u ovoj fazi razvoja troškovi su korištenja moguće repo usluge za mirovinske fondove nepoznati. Moguće je da će troškovi ulaska u poravnane repo transakcije biti veći od troškova ulaska u bilateralne repo transakcije. Razlozi su za to činjenica da će mirovinski sustav morati održavati jamstveni fond, prema prethodnom opisu, kao i naknada za poravnanje koja se obračunava po transakciji. Mirovinski sustav imat će i troškove provedbe uspostave operativnih veza s uslugom, kao i pravnih sporazuma.

Ta moguća usluga još je uvijek u razvoju. Njezino se pokretanje planira u prvoj polovini 2015. Komisija će nastaviti komunikaciju s predmetnom središnjom drugom ugovornom stranom i mirovinskim sustavima pri ulasku usluge na tržište kako bi procijenila njezinu mogućnost ispunjavanja potreba mirovinskih sustava.

Komisija će sa zanimanjem istražiti i sposobnost ostalih središnjih drugih ugovornih strana za razvoj sličnih usluga.

S obzirom na to da se pokretanje predložene usluge tek očekuje, Komisija je istražila dodatna moguća tehnička rješenja kako bi utvrdila postoje li druge mjere koje bi središnje druge ugovorne strane mogle poduzeti kako bi mirovinskim sustavima omogućile polaganje negotovinske imovine pri odazivu na poziv na uplatu varijacijskog iznosa nadoknade. U nastavku se navode ta moguća tehnička rješenja. Ocjenjuje se održivost svake mogućnosti, uzimajući u obzir pripadajuće pravne, komercijalne, političke i praktične prepreke, pripadajuće rizike i sve vjerojatne troškove za mirovinske sustave koje je moguće utvrditi.

U osnovnoj se studiji istražuje i mogu li alternativna rješenja postojati izvan infrastrukture središnje druge ugovorne strane kako bi mirovinski sustavi mogli vršiti

središnje poravnanje bez negativnog utjecaja na mirovine. I ta se alternativna rješenja navode u nastavku, uz analizu njihove održivosti.

Sve posljedične rizike tehničkih ili alternativnih rješenja treba, naravno, uravnotežiti prema razini sustavnog ublažavanja rizika koje pruža sustav središnjeg poravnanja.

3.2. MOGUĆA ALTERNATIVNA RJEŠENJA

(i) Pretvaranje kolaterala koje obavljaju središnje druge ugovorne strane

To bi uključivalo repo uslugu koju mirovinskim sustavima nude središnje druge ugovorne strane u kojoj bi središnja druga ugovorna strana bila glavna druga ugovorna strana u repo transakciji koja mirovinskim sustavima osigurava gotovinu u zamjenu za vrijednosne papire. U tom je smislu osnovni koncept usporediv s prethodno opisanom repo uslugom mirovinskog sustava koju razvija središnja druga ugovorna strana. Međutim, tim mogućim rješenjem ne pretpostavlja se sposobnost središnje druge ugovorne strane i za osmišljavanje ponude za organiziranu platformu za repo trgovanje i pripadajuću uslugu poravnanja.

Odgovarajuća središnja druga ugovorna strana potom bi trebala istovremeno obaviti naizmjeničnu repo transakciju s trećom osobom kako bi prikupila gotovinu. Ta bi treća osoba bila banka trgovac na repo tržištu ili središnja banka.

Upitno je bi li za središnju banku bio prihvatljiv mehanizam u kojem jedino ona osigurava likvidnost za repo transakciju, stoga se u toj raspravi pretpostavlja rješenje u kojem se očekuje da središnja druga ugovorna strana upotrebljava komercijalne banke u „uobičajenim" uvjetima, a središnju banku samo u nepovoljnim tržišnim okolnostima.

U ovom trenutku nemaju sve središnje druge ugovorne strane pristup instrumentima središnje banke. Neke središnje druge ugovorne strane u EU-u imaju pristup dnevnim kreditima i, u određenim uvjetima, prekonoćnim kreditima. Međutim, taj pristup ne bi mogao biti prikladan za provedbu standardnog instrumenta za pretvaranje kolaterala na temelju repo transakcije. Kako bi to obavile, središnjim drugim ugovornim stranama treba pristup barem prekonoćnim instrumentima ili čak kreditnim transakcijama s duljim dospijećima kako bi izbjegle svakodnevno obnavljanje kratkoročnih repo transakcija. To bi uključivalo promjenu prakse između središnjih drugih ugovornih strana i središnjih banaka koju bi središnje banke i njihovi dionici morali pažljivo razmotriti.

Ovim se mogućim rješenjem pretpostavlja da središnje druge ugovorne strane preuzmu višu razinu rizika u smislu obujma repo transakcija i posljedične izloženosti riziku druge ugovorne strane i tržišnom riziku. Na taj se pak način povećava sistemski rizik koji predstavljaju središnje druge ugovorne strane.

Dodatne prepreke uključuju potrebu za ulaganjem središnje druge ugovorne strane u potrebne kapacitete za upravljanje trgovinom i riznicom, kao i za operativnim i pravnim promjenama, osobito u postupcima u slučaju neispunjavanja obveza prema kojima se repo transakcije s članom sustava poravnanja koji ne ispunjava obveze trebaju likvidirati istovremeno kad i zahvaćeni portfelji OTC izvedenica.

(ii) Izravno prihvaćanje nenovčane imovine s prosljeđivanjem do primatelja varijacijskog iznosa nadoknade

U ovom bi slučaju središnja druga ugovorna strana dopustila mirovinskim sustavima polaganje i primanje varijacijskog iznosa nadoknade u obliku nenovčane imovine koju već drže, poput državnih obveznica. Ta bi se imovina potom prosljeđivala drugoj ugovornoj strani u transakciji u području unovčavanja.

Središnja druga ugovorna strana trebala bi ponuditi za poravnanje dva usporedna skupa proizvoda s jednakim temeljnim ekonomskim uvjetima, jedan za koji bi se varijacijski iznos nadoknade platio i primio u gotovini, a drugi za koji bi se ona položila i primila u određenim prihvatljivim vrijednosnim papirima. Na taj bi se način smanjila likvidnost tržišta, uz vjerojatnost većih trgovačkih marži i smanjene fleksibilnosti pri portiranju ili likvidaciji pozicija sudionika u središnjoj drugoj ugovornoj strani koji ne ispunjava obveze. Isto tako, ne bi postojala mogućnost netiranja poziva na uplatu kolaterala u odnosu na dva proizvoda.

Pravovremena namira još je jedna glavna prepreka za održivost ove mogućnosti. Sudionici koji polažu negotovinske varijacijske iznose nadoknade trebali bi moći prenijeti vrijednosne papire u korist središnje druge ugovorne strane na dan poziva na uplatu kolaterala. Međutim, to bi bilo teško postići u praksi jer namira u istom danu trenutačno nije standardna praksa središnjih depozitorija vrijednosnih papira. Dodatna je poteškoća činjenica da se vrijednosni papiri mogu razmjenjivati samo u prenosivim jedinicama. S obzirom na to da će iznose dugovanja ili potraživanja varijacijskog iznosa nadoknade središnja druga ugovorna strana obračunati u monetarnim vrijednostima, trebala bi utvrditi tržišnu praksu pretvaranja tih vrijednosti u isporučivu količinu bilo kojeg vrijednosnog papira koji platitelj varijacijskog iznosa nadoknade odluči položiti, što će dovesti do zaokruživanja razlika i gotovinskih usklađenja između središnje druge ugovorne strane i članova sustava poravnanja.

Središnje druge ugovorne strane, članovi sustava poravnanja, skrbnici, upravitelji imovinom i mirovinski sustavi snosili bi dodatne troškove u iznosu od nekoliko milijuna eura za osiguranje operativnih kapaciteta u tom području.

Postoji i sumnja u smislu zakonitosti o tome ispunjava li prosljeđivanje vrijednosnih papira primatelju varijacijskog iznosa nadoknade određene zahtjeve mirovinskih sustava za zadržavanje kontrole nad njihovom imovinom.

(iii) Prihvaćanje osigurane nenovčane imovine koja se prosljeđuje primateljima varijacijskog iznosa nadoknade

Središnja druga ugovorna strana ponovno bi dopustila mirovinskim sustavima polaganje varijacijskog iznosa nadoknade u obliku vrijednosnih papira, kao i u točki (ii).

Međutim, umjesto prosljeđivanja vrijednosnih papira drugim ugovornim stranama koje trebaju primiti varijacijski iznos nadoknade, središnja druga ugovorna strana zasnovala bi osiguranje na položenim vrijednosnim papirima u korist primatelja varijacijskog iznosa nadoknade.

Prema ovom rješenju, imovina koja je položena pri odazivu na poziv na uplatu varijacijskog iznosa nadoknade ne prenosi se na primatelja varijacijskog iznosa nadoknade, pa rizik iz ugovora nije doista namiren. Jednostavno postoji pravni zahtjev čija će se vrijednost mijenjati tijekom vremena. U slučaju neispunjavanja obveza vrijednost zahtjeva bila bi neizvjesna do njegove likvidacije. Taj bi dodatni rizik doveo do potrebe za različitim određivanjem cijene ugovora, zbog čega bi on postao skuplji od ugovora koji se redovno namiruju gotovinom, što bi opet dovelo do račvanja poravnanih proizvoda uz manju likvidnost proizvoda prilagođenih mirovinskom sustavu.

Pravni je rizik isto tako prepreka za ovo rješenje jer osiguranje vrijednosnih papira nije uvijek uređeno jednakim pravnim okvirom diljem EU-a. To može dovesti do pravne nesigurnosti u pogledu mogućih događaja u slučaju neispunjavanja obveza.

(iv) Četverostrani kolateral za osiguranje varijacijskog iznosa nadoknade

Riječ je o varijaciji prethodnog rješenja prema kojem bi vrijednosne papire držao skrbnik u skladu sa sporazumom između njega, mirovinskog sustava, druge ugovorne strane izvorne transakcije i središnje druge ugovorne strane.

Zahvaljujući tom mehanizmu mirovinski sustavi mogli bi polagati nenovčanu imovinu kao varijacijski iznos nadoknade bez potrebe za njezinim pretvaranjem u imovinu. Umjesto toga, kolateral bi se osigurao u obliku osiguranja u korist druge ugovorne strane. Mirovinski sustav prepustio bi upravljanje kolateralom skrbniku u dogovoru koji bi formalizirale četiri uključene strane – mirovinski sustav, druga ugovorna strana, središnja druga ugovorna strana i skrbnik. Rješenje bi bilo nadogradnja usluga postojećeg trostranog upravljanja kolateralom.

Ovo rješenje uključuje jednake izazove kao i prethodno u smislu kreditnog rizika druge ugovorne strane koji nije namiren, što je proturječno funkciji varijacijskog iznosa nadoknade te može izazvati zabrinutost članova sustava poravnanja, drugih ugovornih strana i regulatora.

Ponovno bi došlo do račvanja proizvoda, uz probleme s likvidnošću i netiranjem.

(v) Pretvaranje kolaterala koje obavljaju članovi sustava poravnanja

Ova prva alternativa tehničkom rješenju središnje druge ugovorne strane mogućnost je da mirovinski sustavi prikupe gotovinu obavljanjem repo transakcija sa svojim članovima sustava poravnanja izvan infrastrukture središnje druge ugovorne strane.

Članovi sustava poravnanja središnjih drugih ugovornih strana OTC izvedenica u pravilu pripadaju bankarskim grupama koje posluju i na repo tržištu. To znači da članovi sustava poravnanja naizgled mogu svojim klijentima mirovinskim sustavima ponuditi u tu svrhu repo usluge bez ulaganja u nove poslovne operacije. Takvu bi uslugu mirovinskim sustavima mogle pružati i banke treće osobe neovisno o svojim imenovanim posrednicima za poravnanje.

Međutim, trenutačna veličina bilateralnih repo tržišta mogla bi biti nedovoljna za osiguranje gotovine koju bi mirovinski sustavi trebali pri odazivu na poziv na plaćanje svojih obveza u pogledu varijacijskog iznosa nadoknade. U svakom slučaju, trgovci ne bi jamčili za repo linije koje bi se moglo povući u stresnim uvjetima.

Međutim, prema nalazima osnovne studije (posebno vidi odjeljak 5.7.3.) repo tržište ne bi moglo zadovoljiti ukupnu potražnju mirovinskih sustava koji traže potpuno financiranje poziva na gotovinsku uplatu varijacijskog iznosa nadoknade zbog snažnog kretanja kamatne stope (primjerice 100 baznih bodova), pa mirovinski sustavi posljedično ne bi imali pristup potrebnom financiranju odaziva na pozive na uplatu varijacijskog iznosa nadoknade kad bi ovisili o bilateralnom repo tržištu. Posljedica bi toga bili neuplaćeni pozivi na uplatu iznosa nadoknade zbog čega bi mirovinski sustavi dobili status neispunjavanja obveza i zbog čega bi na tržištima došlo do domino-efekta.

Prema tom bi aranžmanu posrednik za poravnanje mirovinskih sustava bio izložen posljedicama neispunjavanja obveza mirovinskog sustava tako da bi mogao imati ugovornu obvezu odaziva na pozive na uplatu varijacijskog iznosa nadoknade u ime svojeg klijenta mirovinskog sustava. Posrednici za poravnanje u pravilu su vrhunske banke i zato predstavljaju veliki rizik za širi financijski sustav.

(vi) Agencijsko pozajmljivanje vrijednosnih papira

Prema modelu agencijskog pozajmljivanja vrijednosnih papira mirovinski sustav pozajmio bi vrijednosne papire iz vlastitog portfelja trećim osobama i od dužnika primio kolateral u obliku gotovine koji bi mogao upotrijebiti pri odazivu na pozive na uplatu varijacijskog iznosa nadoknade.

Brojni mirovinski sustavi već primjenjuju pozajmljivanje vrijednosnih papira u okviru operativnih i pravnih aranžmanima. Međutim, sposobnost mirovinskog sustava za pozajmljivanje ovisi o potrebama ostalih sudionika na tržištu za ponuđenom imovinom u bilo kojem trenutku. Želja drugih ugovornih strana za pozajmljivanjem vrijednosnih papira i njegovo trajanje izvan su kontrole mirovinskih sustava. Stoga se pozajmljivanje vrijednosnih papira ne može smatrati pouzdanim izvorom financiranja. Kao i u slučaju prethodnog aranžmana, moguće bi posljedice toga mogli biti neuplaćeni pozivi na uplatu iznosa nadoknade, što bi moglo dovesti do statusa neispunjavanja obveza posrednika za poravnanje mirovinskih sustava.

(vii) Osigurano pozajmljivanje nefinancijskih subjekata

U osnovnoj studiji utvrđeno je da brojna velika trgovačka društva u ovom trenutku imaju velike gotovinske rezerve i mogli bi biti zainteresirani za sigurno pozajmljivanje.

Prema toj bi alternativnoj mogućnosti mirovinski sustav polagao vrijednosne papire na temelju repo transakcije i dobivao gotovinu od trgovačkog društva kao kolateral za ponovni otkup, što je slično mogućem alternativnom rješenju iz točke (v).

U ovom trenutku ne postoji tržište osiguranog pozajmljivanja trgovačkih društava u korist mirovinskih sustava, pa stoga iako trgovačka društva u načelu imaju načine za osiguranje gotovine mirovinskim sustavima za odaziv na pozive središnje druge ugovorne strane na uplatu varijacijskog iznosa nadoknade, kapacitet i volatilnost takvog tržišta nemoguće je procijeniti. U pogledu te mogućnosti postavlja se i pitanje bi li u slučaju uspostave takvog tržišta bila potrebna regulacija te učinka koji bi to imalo na troškove i dostupnost. Stoga se ta mogućnost ne može smatrati održivom alternativnom mogućnošću.

4. ZAKLJUČCI

4.1. NAPREDAK I NAPORI KOJE SU ULOŽILE SREDIŠNJE DRUGE UGOVORNE STRANE

Može se zaključiti da se čini da, osim predložene repo usluge mirovinskog sustava iz odjeljka 3., središnje druge ugovorne strane nisu postigle dostatni napredak u razvoju tehničkih rješenja za prijenos negotovinskog kolaterala kao varijacijskog iznosa nadoknade. Čini se da nijedna središnja druga ugovorna strana ne razvija nijedno od potencijalnih alternativnih rješenja koja se temelje na infrastrukturi navedenih u odjeljku 3.2. točkama od i. do iv. Može se zaključiti da su razlog za to prepreke navedene u ovom izvješću. Ipak, središnje druge ugovorne strane trebale bi razmotriti

načine za prevladavanje u praksi utvrđenih prepreka za provedbu mogućih alternativnih rješenja.

Izostanak napretka u utvrđivanju i razvoju održivih rješenja može se pripisati činjenici da one središnje druge ugovorne strane koje nisu razvile rješenja trenutačno ne mogu pružati takve usluge jer još uvijek ne pružaju usluge trgovanja ili poravnanja na repo tržištima koje bi se mogle nadograditi radi olakšavanja pretvaranja kolaterala. Može se pretpostaviti i da su središnje druge ugovorne strane tijekom posljednje dvije do tri godine usmjerile svoje resurse na usklađivanje svojih usluga s nedavno provedenim zahtjevima na temelju EMIR-a te ostalim aspektima EU-ovih i međunarodnih regulatornih reformi.[v] Središnje druge ugovorne strane potrošile su i znatne resurse na razvoj rješenja za poravnanje za klijente općenito jer će se obveze u pogledu poravnanja na temelju EMIR-a proširiti na male i srednje sudionike na tržištu (uključujući mirovinske sustave) koji ne mogu obavljati poravnanje izravno kao članovi sustava poravnanja. Izostanak napora u razvoju tehničkih rješenja stoga bi se mogao pripisati i činjenici da središnje druge ugovorne strane nisu mogle dati prednost novim kretanjima u ovom području.

4.2. POTREBNE MJERE

Komisija će nastaviti pratiti razvoj usluge koja se temelji na repo transakcijama koju je predložila odgovarajuća središnja druga ugovorna strana kako bi procijenila održava li se fokus i provodi li se rješenje neometano u 2015. kako je planirano. Uspješna provedba predložene usluge ovisit će i o stalnoj suradnji mogućih sudionika u mirovinskom sustavu.

Komisija će nastaviti i komunikaciju s ostalim središnjim drugim ugovornim stranama iz EU-a posredstvom kojih se obavlja poravnanje relevantnih transakcija OTC izvedenica (kamatni ugovori o razmjeni i/ili inflacijski ugovori o razmjeni) kako bi procijenila bi li one mogle primjenjivati slična rješenja. Kako je prethodno utvrđeno, to može ovisiti o sposobnosti ostalih središnjih drugih ugovornih strana da ponude usluge repo trgovanja i poravnanja te poravnanja OTC izvedenica. Ipak, Komisija snažno potiče sve središnje druge ugovorne strane iz EU-a da, u suradnji sa svojim članovima sustava poravnanja i mirovinskim sustavima, nastave razmatrati načine na koje je moguće prevladati prepreke analizirane u ovom izvješću radi stvaranja rješenja u pogledu poravnanja kojima bi, pojedinačno ili u kombinaciji, bilo moguće osigurati potrebne kapacitete zahvaljujući kojima bi mirovinski sustavi obavljali središnje poravnanje svojih transakcija OTC izvedenica, uz manji učinak na njihove prinose. Zahvaljujući odgovarajućem rješenju mirovinski sustavi mogli bi nastaviti obavljati svoje aktivnosti u području OTC izvedenica bez otežavajućih troškova, uz istovremene koristi središnjeg poravnanja za njihove druge ugovorne strane i širi financijski sustav.

Međutim, Komisija prihvaća da će se, u nedostatku rješenja, od mirovinskih sustava u konačnici najkasnije od kolovoza 2018. zahtijevati da zamijene vrijednosne papire za gotovinu kako bi zadržali dostatnu gotovinsku zaštitu za odaziv na moguće pozive na uplatu varijacijskog iznosa nadoknade. Potrebno je razmotriti i mogućnost primjene kombinacije pretvaranja kolaterala, iako se čini da nijedno moguće alternativno rješenje ne predstavlja sveobuhvatno zadovoljavajuće rješenje za mirovinske sustave. Komisija isto tako potiče industriju na razmatranje dugoročnijih prilika za financiranje (poput pokrivenih obveznica ili vrijednosnih papira osiguranih imovinom) koje bi mogle biti dostupne mirovinskim sustavima kojima bi se, pojedinačno ili u kombinaciji, mogao osigurati dostatni sigurni izvor financiranja, uključujući i u stresnim uvjetima. Poznato je i da takve prilike za financiranje mogu ovisiti o sposobnosti mirovinskog sustava da zadrži pravno vlasništvo i/ili kontrolu nad vrijednosnim papirima koji se razmjenjuju za gotovinu te je stoga potrebna fleksibilnost.

4.3. MOGUĆI NEPOVOLJNI UČINAK SREDIŠNJEG PORAVNANJA UGOVORA O IZVEDENICAMA NA MIROVINE BUDUĆIH UMIROVLJENIKA

U slučaju nedostupnosti izuzeća iz obveze poravnanja mirovinski sustavi bili bi prisiljeni držati gotovinske rezerve umjesto imovine s većim prinosom poput državnih obveznica, koju u pravilu drže. Nastavak držanja negotovinske imovine i ovisnost o otvorenim repo tržištima na *ad hoc* osnovi nisu dovoljno sigurni. Kako se navodi u osnovnoj studiji, glavna je prepreka za to činjenica da se postojeća bilateralna repo tržišta ne čine dovoljno likvidnima da zadovolje potrebe mirovinskih sustava u EU-u u stresnim uvjetima. Taj se zaključak temelji na analizi tržišta državnih obveznica u EU-u. U osnovnoj studiji navodi se da bi ukupni poziv na uplatu varijacijskog iznosa nadoknade za pomak od 100 baznih bodova iznosio 204 do 255 milijardi EUR za mirovinske sustave u EU-u. Od tog bi se iznosa od 98 do 123 milijarde EUR (od 82 do 103 milijarde GBP) odnosilo na mirovinske sustave u Ujedinjenoj Kraljevini, koji bi bili pretežno povezani s imovinom u funtama sterlinga, dok bi se od 106 do 130 milijardi EUR odnosilo na imovinu u eurima (ili možda u drugoj valuti).

Čak i kad bi mirovinski sustavi bili jedini aktivni sudionici na tim tržištima, ukupni zahtjev za varijacijski iznos nadoknade za takav pomak premašio bi vidljivi dnevni kapacitet prvorazrednih repo tržišta u Ujedinjenoj Kraljevini te bi vjerojatno premašio i relevantne dijelove repo tržišta državnih obveznica EU-a, odnosno ponajprije tržište njemačkih državnih obveznica (njem. *bund*). Repo likvidnost ne postoji u ostalim, manje likvidnim, ali i dalje visoko rangiranim vrijednosnim papirima, iako su tržišta takvih instrumenata mnogo osjetljivija na smanjenje u stresnim uvjetima.

Držanjem gotovinskih rezervi radi pokrivanja mogućih kretanja na tržištu smanjit će se ukupni prinosi od ulaganja koja su namijenjena koristi umirovljenika koji su članovi

mirovinskih sustava, zbog čega može u konačnici doći do smanjenja ukupnih iznosa koje isplaćuju mirovinski sustavi kao mirovinu tim korisnicima.

Prema osnovnoj studiji, troškovi prelaska s bilateralne kolateralizacije na polaganje gotovinskih varijacijskih iznosa nadoknade kod središnjih drugih ugovornih strana mogali bi dovesti do ukupnog postotnog smanjenja mirovinskog prihoda do 3,1 % u Nizozemskoj i 2,3 % u Ujedinjenoj Kraljevini u 40-godišnjem razdoblju. Ukupni očekivani učinak na mirovinske prihode diljem EU-a tijekom razdoblja od 20 do 40 godina bio bi do 3,66 %. To se može izravno pripisati smanjenju povrata na ulaganja koje se očekuje zbog zahtjeva za držanje gotovinskih rezervi umjesto negotovinskih vrijednosnih papira.

Riječ je o velikom učinku koji će vjerojatno zahvatiti umirovljenike diljem EU-a i koji se može smatrati nesrazmjernim u odnosu na koristi od zahtjeva da mirovinski sustavi obavljaju poravnanje u toj fazi. Zaključkom se uzima u obzir činjenica da će se u svakom slučaju zahtijevati kolateralizacija transakcija na bilateralnoj osnovi u skladu s predstojećim bilateralnim zahtjevima u pogledu iznosa naknade u skladu s člankom 11. stavkom 3. EMIR-a, čime će se ublažiti kreditni rizik druge ugovorne strane u transakcijama u kojima su oni druga ugovorna strana, sa stajališta i banaka i mirovinskih sustava.

Moguće je da mirovinski sustavi na višem kraju ljestvice tog učinka odluče ne zaštititi svoje obveze kako bi održali trenutačne razine mirovinskih prihoda za korisnike. Time bi se stvorio rizik od gubitaka od ulaganja zbog nezaštićene volatilnosti tržišta koja bi isto tako dovela do smanjenja mirovinskih prihoda.

Međutim, potrebno je napomenuti da bi prelaskom znatne većine standardiziranih ugovora o OTC izvedenicama na središnje poravnanje, neporavnani ugovori s vremenom mogli postati manje likvidni. Zbog toga bi u budućnosti došlo do smanjenja razlike u sveukupnim troškovima između poravnanih i neporavnanih ugovora.

4.4. PRIJEDLOG DELEGIRANOG AKTA

Komisija smatra da u ovom trenutku nije uložen potrebni napor u razvoj odgovarajućih tehničkih rješenja te da je nepovoljni učinak središnjeg poravnanja ugovora o izvedenicama na mirovine budućih umirovljenika i dalje nepromijenjen.

Komisija zato delegiranim aktom namjerava predložiti produljenje trogodišnjeg razdoblja iz članka 89. stavka 1. EMIR-a za dvije godine. Komisija nastavlja pratiti stanje u pogledu tehničkih rješenja kojima bi se omogućilo da mirovinski sustavi polažu nenovčanu imovinu pri odazivu na pozive središnje druge ugovorne strane na uplatu varijacijskog iznosa nadoknade kako bi procijenila je li potrebno produljenje tog razdoblja za još jednu godinu.

[i] Prema definiciji iz članka 2. stavka 10. EMIR-a.

[ii] U skladu s člankom 89. stavcima 1. i 2. EMIR-a izuzeće se odnosi isključivo na OTC izvedenice koje objektivno mjerljivo smanjuju investicijske rizike izravno povezane s financijskom solventnošću mirovinskih sustava i na slučajeve kad se mirovinski sustav nađe u poteškoćama pri ispunjavanju zahtjeva u pogledu varijacijskog iznosa nadoknade.

iii Osnovna će studija biti dostupna na *web*-mjestu Europske komisije http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#maincontentSec2

[iv] Potrebno je naglasiti da usluga u razvoju ne bi bila ograničena na mirovinske sustave, već da bi mogla biti ponuđena ostalim sudionicima na tržištu sa sličnim potrebama.

[v] Nekoliko središnjih drugih ugovornih strana iz EU-a ima odobrenje za rad i posluje u trećim zemljama.