

Bruselj, 23.9.2020
COM(2020) 574 final

POROČILO KOMISIJE EVROPSKEMU PARLAMENTU IN SVETU

na podlagi člena 85(2) Uredbe (EU) št. 648/2012 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 4. julija 2012 o izvedenih finančnih instrumentih OTC, centralnih nasprotnih strankah in repozitorijih sklenjenih poslov, kakor je bila spremenjena z Uredbo (EU) 2019/834, o oceni, ali so bile razvite izvedljive tehnične rešitve za prenos zavarovanja z denarnimi in nedennarnimi sredstvi kot gibljivega kritja v okviru pokojninskih shem, in potrebo po morebitnih ukrepih za spodbujanje teh izvedljivih tehničnih rešitev

POROČILO KOMISIJE EVROPSKEMU PARLAMENTU IN SVETU

na podlagi člena 85(2) Uredbe (EU) št. 648/2012 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 4. julija 2012 o izvedenih finančnih instrumentih OTC, centralnih nasprotnih strankah in repozitorijih sklenjenih poslov, kakor je bila spremenjena z Uredbo (EU) 2019/834, o oceni, ali so bile razvite izvedljive tehnične rešitve za prenos zavarovanja z denarnimi in nedenarnimi sredstvi kot gibljivega kritja v okviru pokojninskih shem, in potrebo po morebitnih ukrepih za spodbujanje teh izvedljivih tehničnih rešitev

1. UVOD

Uredba o infrastrukturi evropskega trga (EMIR)¹, s katero so bile leta 2012 v EU uvedene reforme v skupini G20 na področju pogodb o izvedenih finančnih instrumentih (OTC), dopušča začasno izvzetje subjektov, ki upravljajo pokojninske sheme, iz obveznosti centralnega kliringa v zvezi z nekaterimi vrstami izvedenih finančnih instrumentov OTC².

V skladu z Uredbo pokojninske sheme vključujejo institucije za poklicno pokojninsko zavarovanje, kot so opredeljene v členu 6(a) Direktive 2003/41/ES, dejavnosti poklicnega pokojninskega zavarovanja institucij iz člena 3 navedene direktive, dejavnosti poklicnega pokojninskega zavarovanja zavarovalnic, zajetih v Direktivi 2002/83/ES (če so sredstva in obveznosti, povezani s takimi dejavnostmi, ločeni od drugih dejavnosti zavarovalnice), ter druge pooblašene in nadzorovane subjekte ali sheme, ki delujejo na nacionalni ravni in katerih glavni namen je zagotavljati pokojnine.

Možnost začasnega izvzetja je bila uvedena, da bi se upoštevali posebne značilnosti poslovnega modela takih subjektov in morebitni vpliv obveznega kliringa na pokojnine: kot je poudarjeno v uvodni izjavi 26 EMIR, subjekti, ki upravljajo pokojninske sheme, „svoje denarne rezerve ponavadi zmanjšajo na najmanjši možni znesek, da bi s tem čim bolj povečali uspešnost ter izboljšali donos za zavarovance. Če bi torej od njih zahtevali, da izvajajo centralni kliring pogodb o izvedenih finančnih instrumentih OTC, bi to pomenilo, da bi morali znaten del svojih sredstev zamenjati v denar, da bi izpolnili zahteve CNS po kritju.“ Za centralni kliring izvedenih finančnih instrumentov OTC je treba imeti na voljo ustrezne zneske denarnih sredstev, da se izpolnijo zahteve centralnih nasprotnih strank (CNS) po kritju. Kot priznava okvir EMIR, bi lahko posedovanje velikih zneskov denarnih sredstev za izpolnitev morebitnih pozivov k plačilu gibljivega kritja negativno vplivalo na pokojninske prihodke upokojencev.

V neodvisni študiji, ki sta jo Komisiji leta 2014 predložili družbi Europe Economics in Bourse Consult, je bilo ocenjeno morebitno gibljivo kritje, ki bi ga morda morali plačati

¹ Uredba (EU) št. 648/2012.

² Izvzetje zadeva pogodbe o izvedenih finančnih instrumentih OTC, ki objektivno merljivo zmanjšujejo investicijska tveganja, ki so neposredno povezana s finančno solventnostjo pokojninskih shem, in subjekte, ustanovljene za zagotavljanje nadomestil članom takih shem v primeru neizpolnjevanja obveznosti, ter pokojninske sheme, ki imajo težave pri izpolnjevanju zahtev glede gibljivega kritja (člen 89 EMIR).

pokojninski skladi v EU, če bi se obrestne mere spremenile za 1 %. Medtem ko je bilo v študijo še vedno vključeno Združeno kraljestvo, so rezultati za države članice brez Združenega kraljestva pokazali, da bi tak znesek znašal med 106 in 133 milijard EUR, v scenarijih izjemnih situacij pa bi bil še večji.

Pred kratkim sta Eurosistem³ in danska centralna banka⁴ izvedla dodatne študije. Te študije kažejo, da bi morebitno giblivo kritje nizozemskih in danskih pokojninskih skladov – ki predstavljajo približno 52 % finančnih sredstev pokojninskih skladov v EU (razen Združenega kraljestva)⁵ – v enakem scenariju izjemnih situacij (1-odstotna sprememba obrestnih mer) znašalo manj kot 53 milijard EUR oziroma 106 milijard DKK (ali približno 14 milijard EUR), torej bi bilo nekoliko nižje od ustreznih zneskov⁶ iz zgoraj navedene neodvisne študije. Na podlagi razpoložljivih denarnih sredstev bi lahko skupni primanjkljaj denarja za vse pokojninske sklade euroobmočja znašal do 17 milijard EUR⁷.

Podobne spremembe obrestnih mer, stroškov in tveganj ne bi bile specifične samo za pokojninske sheme, ampak bi vplivale tudi na druge finančne družbe, ki prav tako izvajajo centralni kliring (npr. investicijski skladi, zavarovalnice), tveganja neplačila zaradi pomanjkanja primerne zavarovanja s premoženjem pa lahko nastanejo tudi v primeru trgovanja z dvostranskimi izvedenimi finančnimi instrumenti in ne le v okviru centralnega kliringa. Kot Evropski organ za vrednostne papirje in trge (ESMA) priznava v svojem prvem poročilu o tej temi, pa se zdi, da imajo pokojninske sheme bolj omejeno zmožnost, da ta tveganja zmanjšajo s prilagodljivostjo naložbenih strategij, razpoložljivostjo naložb, ki ustrezajo njihovim obveznostim, in dostopom do virov likvidnosti, kot je obravnavano v naslednjih oddelkih.

Začasno izvzetje naj bi zagotovilo čas, potreben za iskanje ustrezne tehnične rešitve, ki bi pokojninskim shemam omogočila centralni kliring prek CNS, hkrati pa bi preprečila velik negativen vpliv na prihodke upokojencev. V okviru EMIR za dejavnosti pokojninskih shem na področju izvedenih finančnih instrumentov OTC – na podlagi ustreznih pragov – že veljajo zahteve glede zmanjševanja operativnega tveganja in kritja za trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti OTC brez opravljenega kliringa iz člena 11, ki se je začel postopno uporabljati leta 2017⁸: cilj teh zahtev je obravnavati

³ Evropska centralna banka, Pregled finančne stabilnosti, maj 2020. Ocene za nizozemske pokojninske sklade segajo od 36 do 47 milijard EUR; ker nizozemski pokojninski skladi sklenejo približno 89 % obrestnih zamenjav pokojninskih skladov euroobmočja, je poziv vsem pokojninskim skladom euroobmočja k plačilu kritja ocenjen na 40–53 milijard EUR.

⁴ Danmarks Nationalbank, „Pension companies will have large liquidity needs if interest rates rise“ (Če se bodo obrestne mere zvišale, bodo imele pokojninske družbe velike potrebe po likvidnosti), november 2019.

⁵ Glede na račune za euroobmočje ob koncu leta 2019.

⁶ Ustrezna zneska za nizozemske in danske pokojninske sklade sta znašala približno 60 oziroma 27 milijard EUR.

⁷ Primanjkljaj denarnih sredstev v nizozemskih pokojninskih skladih je ocenjen na 6–15 milijard EUR. Ker nizozemski pokojninski skladi sklenejo približno 89 % obrestnih zamenjav pokojninskih skladov euroobmočja, bi lahko primanjkljaj denarnih sredstev vseh pokojninskih skladov euroobmočja znašal do 17 milijard EUR.

⁸ Delegirana uredba Komisije (EU) 2016/2251.

tveganja, povezana z izvedenimi finančnimi instrumenti brez opravljenega centralnega kliringa, in hkrati zagotoviti spodbude za centralni kliring. Za pokojninske sheme veljajo tudi obveznosti poročanja iz uredbe EMIR.

Čeprav razprave s pokojninskimi shemami in drugimi deležniki potrjujejo, da želijo pokojninske sheme kliring trgovinskih poslov izvajati prek CNS ter da ga v nekaterih primerih dejansko že izvajajo prek njih, obvezni kliring še naprej pomeni izzive. Izvzetje iz obveznosti centralnega kliringa je bilo zato za več let podaljšano, saj ni bilo nobene izvedljive tehnične rešitve. S spremembami uredbe EMIR v okviru programa REFIT (EMIR Refit), ki so začele veljati junija 2019, je bilo izvzetje podaljšano do junija 2021, poleg tega ga je mogoče z delegiranimi akti Komisije dvakrat dodatno podaljšati, vsakič za največ eno leto. Vendar je končni cilj Uredbe še vedno čim prej zagotoviti centralni kliring za pokojninske sheme, saj naj bi trenutni regulativni in tržni premiki udeležencem na trgu omogočali, da razvijejo ustrezne rešitve (EMIR, uvodna izjava 30). CNS, klirinški člani in subjekti, ki upravljajo pokojninske sheme, si morajo po najboljših močeh prizadevati prispevati k razvoju takih rešitev.

V skladu s členom 85 EMIR Refit mora Komisija do zadnjega podaljšanja izvzetja vsako leto pripraviti poročilo, v katerem oceni, „ali so bile razvite izvedljive tehnične rešitve za prenos zavarovanja z denarnimi in nedenarnimi sredstvi kot gibljivega kritja v okviru pokojninskih shem, in potrebo po morebitnih ukrepih za spodbujanje teh izvedljivih tehničnih rešitev“.

Uredba določa tudi, da ESMA v sodelovanju z EBA, EIOPA in ESRB Komisiji predloži letna poročila, v katerih oceni to vprašanje. Komisija je prvo poročilo organa ESMA prejela aprila 2020. Organ ESMA je ob objavi poročila začel javno posvetovanje, da bi zbral nadaljnje prispevke deležnikov in Komisiji do decembra 2020 predložil drugo, celovitejše poročilo. Njegovo celovito poročilo zato ni bilo pravočasno na voljo, da bi ga Evropska komisija vključila v to poročilo.

Z uredbo EMIR Refit je bila Komisija pooblaščen tudi za vzpostavitev strokovne skupine, ki jo sestavljajo predstavniki zadevnih deležnikov, za spremljanje njihovih prizadevanj in oceno napredka pri iskanju izvedljivih tehničnih rešitev. Strokovna skupina, ki nadaljuje delo svoje predhodnice (skupine Komisije na visoki ravni za pokojninske sklade), vključuje predstavnike CNS, klirinških članov, pokojninskih shem, centralnih bank in drugih zadevnih deležnikov; sestala se je dvakrat, in sicer oktobra 2019 in aprila 2020 (prek konferenčnega klica), ter se bo še naprej sestajala vsakih šest mesecev. Komisija se pri svojih poročilih sozakonodajalcema še naprej opira na delo skupine.

2. NAMEN POROČILA

Komisija s tem poročilom izpolnjuje svojo obveznost iz člena 85 EMIR.

Pri tem poročilu je ustrezno upoštevala prvo poročilo organa ESMA in razprave, opravljene v strokovni skupini. Kot je pojasnjeno, bodo rezultati javnega posvetovanja,

ki ga je začel organ ESMA, vključeni v drugo poročilo Komisije, ki bo izdano naslednje leto.

To poročilo vsebuje analizo glavnih težav, ki so jih opredelili deležniki v zvezi s centralnim kliringom pokojninskih shem, in doslej preučениh rešitev. Kot je bilo navedeno, izvzetje pokojninskih shem iz obveznosti centralnega kliringa velja do junija 2021: glede na navedeni rok je to poročilo namenjeno seznanitvi Evropskega parlamenta in Sveta z napredkom na tem področju, da bi se med drugim določili vidiki, ki jih je treba dodatno raziskati, da bi se podprla izvedljiva in trajnostna rešitev za centralni kliring.

3. GLAVNE UGOTOVLJENE TEŽAVE

3.1 Ozadje poslovnega modela pokojninskih shem in uporabe izvedenih finančnih instrumentov

Evropske pokojninske sheme so zlasti v nekaterih državah članicah, kot sta Nizozemska in Danska, aktivni udeleženci na trgu izvedenih finančnih instrumentov OTC. Take izvedene finančne instrumente uporabljajo za varovanje svojih obveznosti pred številnimi tveganji, vključno z volatiliteto obrestnih mer in inflacije, ter da se nazadnje zaščitijo pred tveganji za finančno solventnost. Obveznosti pokojninskih skladov do sedanjih in prihodnjih upokojencev imajo dolgo zapadlost, zanje pa je treba zagotoviti dolgoročna sredstva; ta sredstva so običajno državne in podjetniške obveznice. Vendar se zdi, da popolno varovanje obveznosti z obveznicami za pokojninske sheme v EU ni izvedljivo, saj je razpoložljivost obveznic z ustreznimi značilnostmi omejena. Poleg tega so lahko izvedeni finančni instrumenti ustrežnejši za obveznosti pokojninskih shem, ker se za diskontiranje takih obveznosti za namene vrednotenja pogosto uporabljajo zamenjave. Kot poroča ESMA, je položaj pokojninskih shem v EU v tem pogledu drugačen kot pri ameriških pokojninskih skladih, ki se za varovanje obveznosti bolj zanašajo na dolgoročno datirana sredstva, kot so podjetniške in državne obveznice: ameriški pokojninski skladi imajo v primerjavi s pokojninskimi shemami v EU običajno obveznosti s krajšim trajanjem, njihove obveznosti se ponavadi diskontirajo na podlagi donosa podjetniških obveznic z bonitetno oceno AA, ameriški trg podjetniških obveznic pa je bolj razvit. Zato se zdi, da imajo pokojninske sheme strukturno potrebo po poslovanju z izvedenimi finančnimi instrumenti OTC, kot priznava ESMA.

Portfelj izvedenih finančnih instrumentov pokojninskih shem je običajno velik, dolgoročno datiran in enosmeren, pri čemer skupni položaj panoge po mnenju ESMA predstavlja potencialno sistemsko tveganje.

Kar zadeva vrste izvedenih finančnih instrumentov, pokojninske sheme pogosto uporabljajo dolgoročne obrestne zamenjave: po podatkih družbe DTCC v zvezi z EMIR iz leta 2015 je imelo približno 20 % obrestnih zamenjav z vsaj eno nasprotno stranko kot zavarovateljem ali pokojninskim skladom v EU zapadlost 30 let, medtem ko

svetovno povprečje znaša manj kot 10 %⁹. Obrestne zamenjave so razred izvedenih finančnih instrumentov, za katere velja obveznost kliringa iz EMIR. Pokojninske sheme dvostransko trgujejo s svojimi izvedenimi finančnimi instrumenti ali pa centralni kliring na splošno izvajajo prek CNS kot stranke klirinških članov.

Treba je poudariti, da so pokojninske sheme in trgi v EU precej raznovrstni: v nekaterih državah članicah so pokojninski sistemi v okviru drugega stebra bolj razviti kot v drugih, pokojninski skladi z določenimi pravicami pa so bolj razširjeni; v drugih prevladuje model z vnaprej določenimi prispevki. Največji trgi pokojninskih shem v EU so na Nizozemskem, kjer povprečno razmerje med sredstvi in BDP glede na podatke s konca leta 2018 znaša 173,3 %, in Danskem, kjer navedeno razmerje znaša 198,6 %. Podobne sheme ima vzpostavljene tudi Irska. V takih državah zasebne pokojninske sheme igrajo pomembno vlogo pri zagotavljanju pokojninskih prihodkov upokojencem.

3.2 Težava s centralnim kliringom pokojninskih shem

Glavna ugotovljena težava v zvezi s centralnim kliringom pokojninskih shem zadeva dejstvo, da je za kliring prek CNS potrebna predložitev gibljivega kritja v obliki denarnih sredstev; razprave v skupini deležnikov Komisije so pokazale, da to pokojninskim shemam povzroča težave v primeru stresnih tržnih pogojev.

CNS pri modelu centralnega kliringa udeležence prosijo za gibljivo kritje, da bi nadomestile spremembe tržne vrednosti pozicij v izvedenih finančnih instrumentih, ki jih upravljajo. Tako so CNS vedno zavarovane pred tržnimi gibanji, udeleženci na trgu pa v zvezi s svojim portfeljem z opravljenim centralnim kliringom nimajo velikih izgub, ki bi se sčasoma nakopičile. CNS izračuna izgube in dobičke in dnevno izvede njihovo zamenjavo prek vrednotenja po tekočih tržnih cenah. Denarna sredstva lahko najbolje izpolnijo namen oblikovanja gibljivega kritja, saj zmanjšajo tveganje izgube vrednosti, njihov prenos pa je dokončen. Prenos denarnih sredstev kot gibljivega kritja je tudi operativno manj zapleten in združljiv s pristopom k obvladovanju likvidnostnega tveganja CNS iz uredbe EMIR¹⁰.

To pomeni, da morajo biti klirinški udeleženci sposobni izpolniti take zahteve z ustreznimi zneski denarnih sredstev: če to ni tako in če klirinški član ne more pravočasno predložiti zahtevanega gibljivega kritja, CNS prijavi njegovo neizpolnjevanje obveznosti in nato začne postopke v primeru neizpolnjevanja obveznosti za ponovno uskladitev poslovnih knjig. Poleg tega je treba gibljivo kritje CNS predložiti v kratkem časovnem okviru, kar povzroča dodatne operativne težave¹¹.

⁹ Evropski odbor za sistemska tveganja, Occasional Paper Series 11, 2016.

¹⁰ Poleg tega gibljivo denarno kritje centralnim nasprotnim strankam omogoča, da še naprej zaupajo v svojo sposobnost pravilnega vrednotenja transakcij, in je tržni običaj pri zamenjavah z opravljenim kliringom, ki ga uporabljajo vsi udeleženci na trgu zamenjav z opravljenim kliringom.

¹¹ Kar zadeva pozive k plačilu kritja čez dan, nekatere CNS udeležencem dovolijo, da namesto denarnih sredstev uporabijo vrednostne papirje; pozive k plačilu kritja ob koncu dneva pa je treba izpolniti z denarnimi sredstvi.

Denarna sredstva pomenijo visoke oportunitetne stroške, saj niso tako dobičkonosna kot druga sredstva in niso ustrezna za uravnoteženje zapadlosti obveznosti pokojninskih shem, zato so te izpostavljene neskladjem med sredstvi in obveznostmi. Če bi imele pokojninske sheme velike količine denarnih sredstev namesto drugih donosnejših sredstev, bi to prispevalo k zmanjšanju donosa za upokojence in vplivalo na razporeditev sredstev pokojninskih shem; dejansko pokojninski skladi običajno nimajo veliko denarnih sredstev, kot kažejo tudi letni statistični podatki o pokojninah na svetovni ravni, ki jih je objavila organizacija OECD.

Vprašanje gibljivega denarnega kritja bi lahko predstavljalo izziv zlasti v času stresnih tržnih pogojev v povezavi z vse višjimi obrestnimi merami, ko bi se lahko zahteve CNS glede gibljivega kritja za pokojninske sheme bistveno povečale.

Do pozivov k plačilu velikega gibljivega denarnega kritja lahko dejansko pride tudi v okviru trgovinskih poslov brez opravljenega centralnega kliringa, v katerih trenutno sodelujejo pokojninske sheme. Vendar lahko pokojninske sheme v navedenem okviru predložijo gibljivo kritje tudi v drugih oblikah, ki niso denarna sredstva, na primer v obliki visokokakovostnih državnih obveznic (oblika sredstev, ki jih imajo pokojninski skladi običajno veliko na voljo) – tudi če se je obseg, v katerem morajo pokojninske sheme gibljivo kritje tudi v dvostranskih trgovinskih poslih predložiti v obliki denarnih sredstev, pred kratkim povečal.

Opozoriti je treba, da je utemeljitev iz regulativnega okvira EMIR takšna, da spodbuja centralni kliring tudi z zmanjšanjem pripravnosti dvostranskih trgovinskih poslov v skladu s povezanimi tveganji: pričakuje se, da bo ta in drug regulativni razvoj skupaj s tržnimi silami privedel do povečanja obsega izvedenih finančnih instrumentov z opravljenim centralnim kliringom, pri čemer bodo cene v segmentu z opravljenim kliringom morda boljše kot v segmentu brez opravljenega centralnega kliringa. Kot je bilo navedeno, so nekateri pokojninski skladi dejansko že začeli prostovoljno in selektivno izvajati centralni kliring.

Opozoriti je treba, da pokojninske sheme na splošno verjetneje posredno izvajajo kliring kot stranke klirinških članov, kot da bi postale neposredni klirinški člani CNS, kot je podrobneje obravnavano v naslednjih oddelkih.

Zgoraj navedeno zagotavlja osnovne informacije o značilnostih, ki bi jih morala imeti možna rešitev za težavo glede centralnega kliringa: morala bi vzpostaviti pravo ravnovesje med ciljem finančne stabilnosti in potrebo po izvedljivosti v smislu stroškov za pokojninske sheme, da ne bi preveč vplivala na prejemke upokojencev, poleg tega bi morala biti dovolj zanesljiva tudi v stresnih tržnih pogojih.

3.3 Doslej preučene možne rešitve

Zaradi razprave o centralnem kliringu pokojninskih shem so bile v preteklih letih preučene različne možnosti. Osnutek nekaterih možnih rešitev je bil vključen v poročilo o tem vprašanju, ki ga je Komisija leta 2015 predložila na podlagi uredbe EMIR in v katerem je ugotovila, da ni bila razvita nobena izvedljiva tehnična rešitev.

Doslej preučene možnosti so bile osredotočene na to, kako bi lahko pokojninske sheme centralnim nasprotnim strankam varno in stroškovno učinkovito predložile gibljivo kritje. Kot je opisano v poročilu Komisije iz leta 2015, je bilo v prvi fazi preučeno, ali bi lahko CNS sprejele gibljivo kritje v drugih oblikah, ki niso denarna sredstva, na primer v obliki visokokakovostnih državnih obveznic: vendar je bilo na splošno priznано, da bi bila taka možnost težko izvedljiva, saj bi morale CNS upravljati portfelj obveznic, ki jih je treba pretvoriti v denarna sredstva, s povezanimi tveganji, kar bi lahko povzročilo izkrivljanje njihove vloge kot posredniških subjektov, ki nimajo odprtih pozicij.

Zato se preučuje drugi sklop možnosti, v okviru katerega bi lahko pokojninske sheme svoje obveznice zamenjale z denarnimi sredstvi, da bi izpolnile pozive CNS k plačilu kritja (preoblikovanje zavarovanja s premoženjem). Možne rešitve, ki so jih v zadnjih letih preučili in razvili deležniki iz panoge, so bile dejansko osredotočene na načine, kako omogočiti učinkovito preoblikovanje zavarovanja s premoženjem s strani pokojninskih skladov.

Preoblikovanje zavarovanja s premoženjem s strani klirinških članov

Klirinški člani, kot so banke, lahko svojim strankam, vključno s pokojninskimi skladi, običajno zagotavljajo storitve preoblikovanja zavarovanja s premoženjem¹² z repo pogodbami. Dejansko večina pokojninskih shem, ki sodelujejo pri centralnem kliringu, danes to počne kot stranke klirinških članov in lahko to še naprej počne tudi v primeru obveznega kliringa. Repo posel je posel, v katerem stranka proda sredstvo drugi stranki in se zaveže, da ga bo pozneje odkupila po dogovorjeni ceni. Sredstvo je običajno obveznica in se uporabi kot zavarovanje, s katerim se posojilodajalec denarnih sredstev zavaruje pred kreditnim tveganjem nasprotne stranke. Repo posle je torej mogoče uporabljati kot način preoblikovanja obveznic v denarna sredstva in predložiti gibljivo kritje, dodatna prednost teh poslov pa je, da subjekt, ki zagotovi obveznice, ostane lastnik obveznic in dolgoročno še naprej prejema donose.

Velike bančne skupine so običajno dejavne na repo trgu. Vendar je bilo poudarjenih nekaj dejavnikov, ki klirinške člane odvrčajo od sodelovanja v takih poslih. Kot so navedli številni udeleženci na trgu, je sodelovanje v repo poslih zaradi oblikovanja količnika finančnega vzvoda na podlagi okvira Basel III postalo manj pripravno, ker taki posli vključujejo majhno kritje in povečajo bilanco stanja bank, s čimer prispevajo k povečanju imenovalca količnika. Zato morajo imeti banke za izpolnitev zahteve večje količine temeljnega kapitala. Odbor za globalni finančni sistem (Committee on the Global Financial System – CGFS) je v okviru svoje analize repo trgov iz leta 2017¹³ oblikoval podobne pomisleke in poudaril možne kompromise med regulativnimi reformami s poudarkom na velikosti bilanc stanja bank (katerih cilj je omejiti prevelik finančni vzvod) in posledicami, tudi za končne uporabnike, v smislu razpoložljivosti

¹² Tako storitev bi lahko pokojninskim skladom zagotavljale tudi druge banke, ki niso njihove klirinške članice.

¹³ CGFS, „Repo market functioning“ (Delovanje repo trga), 2017.

repo poslov¹⁴. V zvezi s tem se je obseg repo trgov v EU v zadnjih letih kljub temu povečal¹⁵, nenamerne posledice regulativnih reform o zagotavljanju repo storitev s strani bank euroobmočja pa glede na analizo ECB niso bile pomembne¹⁶.

Poleg tega je zaradi načina, kako je bil količnik finančnega vzvoda prvotno zasnovan, zagotavljanje storitev kliringa strankam za banke postalo manj pripravno, ker kritja, ki ga predložijo stranke, ni bilo mogoče uporabiti za izravnavo zneska izpostavljenosti (ki bi bil vključen v imenovalec količnika). Leta 2019 je Baselski odbor za bančni nadzor¹⁷ predlagal uvedbo sprememb izračuna količnika finančnega vzvoda, da kliring za stranke ne bi bil neupravičeno kaznovan. Te spremembe so se upoštevale v revidirani uredbi o kapitalskih zahtevah (CRR2), ki je začela veljati junija lani.

Uvedena je bila tudi sprememba količnika finančnega vzvoda v zvezi z obravnavo povratnih repo poslov. Te spremembe bi lahko prispevale k spodbujanju bank k izvajanju kliringa za stranke in morda k posredovanju v repo poslih, s čimer bi podprle tudi likvidnost repo trga. Vpliv takih sprememb bo treba oceniti.

Poleg tega so bili izraženi pomisleki glede zmogljivosti repo trgov, da izpolnijo skupno povpraševanje vseh pokojninskih shem po denarnih sredstvih, zlasti v stresnih razmerah, kot je podrobneje obravnavano spodaj.

Preoblikovanje zavarovanja s premoženjem prek repo trgov z opravljenim kliringom

V zadnjih letih so nekatere CNS razvile nove modele za podporo centralnemu kliringu pokojninskih shem na podlagi olajšanja njihovega dostopa do CNS in repo trga z opravljenim kliringom; to lahko vključuje tudi dostop do izvenborznega trga z opravljenim kliringom. Te modele je v Evropski uniji razvila vsaj ena CNS, po podatkih Komisije pa bodo podobne modele verjetno sprejele tudi druge CNS¹⁸. V tem okviru imajo pokojninske sheme neposredni pogodbeni odnos s CNS, pri čemer jim „pomaga“ (ali jih drugače „sponzorira“) klirinški član (običajno banka), ki deluje kot klirinški zastopnik in olajšuje centralni kliring pokojninskih shem, na primer tako, da prispeva v jamstveni sklad CNS ter sodeluje pri upravljanju neizpolnjenih obveznosti in drugih storitvah (upravljanju zavarovanja s premoženjem itd.).

¹⁴ „Zaradi zmanjšanja posredniških zmogljivosti bi se lahko znižala tudi stopnja odzivanja repo trgov na povpraševanje v prihodnjih obdobjih stresnih razmer. Zmanjšanje delovanja repo trga bi lahko povzročilo trenja na gotovinskih trgih in trgih izvedenih finančnih instrumentov ter zmanjšalo sposobnost finančnih institucij, da unovčijo sredstva. Skupni obseg posledičnih stroškov za finančno stabilnost in realno gospodarstvo v stresnih razmerah bi lahko bil pomemben, čeprav do takih razmer v bližnji preteklosti ni prišlo v znatnem obsegu. Prilagoditve repo trga bi lahko zmanjšale stroške za nekatere končne uporabnike, vendar bi lahko tudi povzročile nova tveganja“.

¹⁵ Združenje mednarodnih kapitalskih trgov (ICMA), Evropska raziskava repo trga, december 2019.

¹⁶ ECB, Pregled finančne stabilnosti, 2017.

¹⁷ Baselski odbor za bančni nadzor, „Leverage ratio treatment of client cleared derivatives“ (Obravnava izvedenih finančnih instrumentov, pri katerih je bil opravljen kliring za stranke, na podlagi količnika finančnega vzvoda), 2019.

¹⁸ Na podlagi informacij, ki so na voljo Komisiji, so zunaj EU družbe LCH Ltd. (Združeno kraljestvo), Canadian Derivatives Clearing Corporation (Kanada) in DTCC FICC (Združene države) začele zagotavljati ponudbe na področju kliringa repo pogodb za kupce.

Ti modeli sami po sebi ne odpravljajo potrebe po predložitvi gibljivega kritja v obliki denarnih sredstev za izvedene finančne instrumente OTC z opravljenim kliringom, vendar pokojninskim shemam zagotavljajo dodaten dostop do repo trgov. Namen takih modelov „olajšanega članstva“ bi bil tudi zmanjšati nekatere omejitve kliringa za stranke, kot sta skoncentriranost kliringa za stranke v EU na le nekaj klirinških članih ali vprašanje prenosljivosti pozicij strank v primeru neizpolnjevanja obveznosti klirinškega člana. Z vidika bank bi se morali taki modeli izkazati za manj zahtevne v smislu kapitalskih zahtev kot tradicionalne dejavnosti kliringa za stranke.

Kolikor je Komisiji znano, se tak model razvija že nekaj časa, pri čemer se je zanimanje na trgu nekoliko povečalo, vendar je tako storitev do zdaj začelo uporabljati le nekaj – običajno velikih – pokojninskih shem. Eden od očitnih razlogov bi lahko bil dejstvo, da so lahko za neposredno razmerje s CNS potrebne dodatna operativna in pravna pripravljenost ter naložbe udeležencev na trgu, tako pokojninskih shem kot tudi klirinških članov. Poleg tega so pokojninski skladi, ki sodelujejo v skupini deležnikov Komisije, poročali, da so taki modeli na splošno na voljo samo velikim pokojninskim shemam, da jih trenutno podpira le malo bank in da še vedno pomenijo odvisnost pokojninskih shem od pripravljenosti klirinškega člana, da zagotovi povezane storitve.

Glede na skupni dokument Mednarodnega združenja za zamenjave in druge izvedene finančne instrumente (ISDA) in organizacije Pensions Europe iz leta 2018¹⁹ modeli neposrednega članstva ali „olajšanega“ članstva vzbujajo zanimanje na trgu, tudi zato, ker so za banke morda bolj zanimivi kot običajna klirinška razmerja s strankami. Polnopravno neposredno članstvo se iz več razlogov zdi težavno (med drugim zaradi potrebe po izpolnjevanju zahtev CNS glede sodelovanja in prispevkov v jamstveni sklad ter zaradi potrebne operativne zmogljivosti); modeli olajšanega dostopa bi lahko bili način za približanje navedenemu cilju. Po mnenju pokojninskih skladov, ki sodelujejo v skupini deležnikov Komisije, bi bile še vedno potrebne nekatere nadaljnje izboljšave.

Razprava o repo trgu

Pokojninske sheme repo trg na splošno štejejo za koristno orodje za svoje likvidnostne potrebe, v razpravi strokovne skupine, ki jo je vzpostavila Evropska komisija, pa je bil na splošno opisan kot ena od možnih splošnih rešitev za vprašanje gibljivega kritja.

Vendar v panogi ostaja zaskrbljenost glede zmogljivosti repo trgov, da izpolnijo skupno povpraševanje po denarnih sredstvih, izhajajoče iz vseh pokojninskih shem, ki morajo kliring opravljati v stresnih tržnih pogojih, ko so repo trgi verjetno pod pritiskom, da morajo pokriti veliko povpraševanje po likvidnosti – ne le povpraševanja pokojninskih shem. Poleg tega banke v stresnih razmerah morda niso vedno pripravljene pokojninskim shemam zagotoviti repo pogodb ali pa jih niso pripravljene zagotoviti v enakem obsegu. Kot poudarja ESMA, je več teh in drugih vidikov povezanih tudi s splošnim poslovnim razmerjem med bankami in njihovimi strankami, ki so pokojninske

¹⁹ Skupni dokument Pensions Europe in ISDA, „Potential demand for clearing by EU Pension Funds“ (Potencialno povpraševanje po kliringu pokojninskih skladov EU), 2018.

sheme. Če pokojninske sheme v stresnih razmerah ne morejo uporabljati repo trga, morda ne morejo izpolniti pozivov CNS k plačilu kritja in lahko zanje celo nastopijo večje težave glede finančne stabilnosti. V zvezi s tem bi lahko bila koristna možnost vzpostavitve raznovrstnega sklopa likvidnostnih dogovorov med bankami in pokojninskimi shemami.

Prednost repo trgov z opravljenim kliringom bi morala biti, da so bolj likvidni od trgov dvostranskih poslov, saj so banke načeloma bolj pripravljene trgovati z repo pogodbami z opravljenim kliringom kot z dvostranskimi repo pogodbami – nenazadnje zato, ker lahko pobotajo svoje pozicije s CNS. Po navedbah CGFS (2017) se je v euroobmočju „delež trgovanja na repo trgu prek CNS v preteklih letih zaradi privlačnosti za upravljanje bilance stanja povečal in dosegel 50–60 % obsega repo trga v euroobmočju“. S tega vidika je treba obravnavati tudi prizadevanja nekaterih CNS, da bi omogočile neposredno sodelovanje končnih uporabnikov na njihovih platformah repo poslov z opravljenim kliringom. Pokojninske sheme so poročale, da lahko repo trg z opravljenim kliringom zagotovi dodatne zmogljivosti za repo posle v primerjavi z dvostranskimi repo posli, vendar ima tudi zgoraj navedene omejitve.

Združenje mednarodnih kapitalskih trgov (ICMA) zagotavlja pregled delovanja evropskih repo trgov in je v raziskavi o repo trgu iz leta 2019 skupno velikost trga ocenilo na 8 310 milijard EUR²⁰. Evropski raziskavi repo trga, ki ju je združenje ICMA izvedlo v letih 2018 in 2019, potrjujeta, da za evropski repo trg velja, da na splošno dobro deluje, zato bi lahko bil kanal za preoblikovanje zavarovanja s premoženjem; vendar pa so repo trgi ob koncu četrtertletja in ob koncu leta manj likvidni, ker banke običajno zaprejo svoje repo pozicije, ko se približujejo roki za poročanje. Obseg takega rednega krčenja se v zadnjih letih zmanjšuje, pričakuje pa se, da se bo v prihodnosti še dodatno zmanjšal, tudi zaradi izvajanja najnovejših priporočil Baselskega odbora za bančni nadzor v EU, katerih cilj je zmanjšati volatilitnost ob koncu četrtertletja in ob koncu leta.

ICMA zagotavlja tudi analizo²¹ najnovejšega razvoja na trgu med krizo zaradi COVID-19. Glede na to raziskavo je evropski repo trg med pandemijo COVID-19, ki se je začela konec februarja/na začetku marca 2020, večinoma dobro deloval. Dejavnosti na repo trgu so se v prvih dveh tednih marca povečale zaradi številnejših zahtev za preoblikovanje zavarovanja s premoženjem za izpolnitev pozivov k plačilu kritja in zaradi preusmeritve tokov z bolj tveganih sredstev na kratkoročna sredstva. Vendar so stranke poročale, da so banke komaj pokrivalo naraščajoče povpraševanje po repo pogodbah, nekatere pa so začele storitve zagotavljati samo najpomembnejšim strankam. V raziskavi je navedeno: „medtem ko se je povpraševanje po dostopu do repo trga na višku krize povečalo, pa to ne velja za sposobnost bank za posredovanje pri tem dostopu. Udeleženci na nakupni strani poročajo o povečani odvisnosti od repo trga, saj

²⁰ Na podlagi vrednosti odprtih repo pogodb in obratnih repo pogodb v poslovnih knjigah 58 finančnih institucij, ki so sodelovale v raziskavi.

²¹ ICMA, „The European repo market and the Covid-19 crisis“ (Evropski repo trg in kriza zaradi COVID-19), april 2020.

so odlivi sredstev povzročili potrebo po pridobivanju denarnih sredstev v breme deležev in izpolnjevanju pozivov k plačilu kritja v breme pozicij v izvedenih finančnih instrumentih, ko se je volatilitnost povečala. Vendar se zdi, da so banke težko pokrivalo povpraševanje strank. Številne poročajo, da so poslovanje omejile na najpomembnejše stranke in niso mogle sprejeti novih poslov. Banke nadalje poročajo, da je šlo glede na povečano volatilitnost bolj za to, da poslovanje ni bilo omejeno zaradi količnika finančnega vzvoda, ampak zaradi zavezujočih omejitev tveganju prilagojenih sredstev, zlasti pri enosmernih tokovih poslovanja (kot so neto posojilojemalci denarnih sredstev).“

Ukrepi centralnih bank naj bi zmanjšali take napetosti s sprostitev kreditnih linij pri bankah in ukinitvijo prodaje tveganih sredstev.

Razvoj dogodkov na trgu med krizo zaradi COVID-19 je bil obravnavan tudi v okviru skupine deležnikov Komisije. Centralne nasprotne stranke so poročale, da so repo trgi z opravljenim kliringom med krizo nemoteno delovali, obseg dejavnosti na njih pa je bil velik. Kolikor se spominjajo, dostop podjetij na nakupni strani, ki sodelujejo na repo trgu z opravljenim kliringom, ni bil omejen. Poudarjena je bila tudi splošna odpornost tržne infrastrukture, tudi kar zadeva modele kritja, kar je prispevalo k predvidljivosti zahtev glede kritja za udeležence. Pokojninske sheme so poročale, da jih je prizadela znatna nestanovitnost trga s pozivi dvostranskih nasprotnih strank in klirinških članov strankam k plačilu velikega kritja. Poročale so, da so bile komaj kos takim razmeram, če pa bi bilo stanje na trgih slabše, bi se morale spoprijeti z zelo resnimi težavami. Potrdile so tudi, da so banke nerade posredovale pri repo poslih in da so imele pokojninske sheme težave pri dostopu do bilanc stanja bank, ki so klirinške članice, za dostop do repo trgov. Zato pokojninske sheme menijo, da se na repo trg ni mogoče zanašati v vseh tržnih pogojih; za dostop do njega so pogosto zelo odvisne od bank, ki pa imajo v stresnih razmerah omejene repo linije za svoje stranke.

Glede na težave z repo trgi v stresnih razmerah so udeleženci na trgu pogosto zastavili vprašanje potrebe po varovalnem mehanizmu centralne banke za likvidnost v stresnih razmerah. Po mnenju udeležencev na trgu bi lahko bila ta varovalna vloga centralnih bank zasnovana tako, da bi centralne banke likvidnost zagotavljale reguliranemu subjektu, ki bi jo nato zagotovil pokojninskim shemam: navedeni subjekti bi lahko bili banke ali centralne nasprotne stranke. Pokojninske sheme bi lahko po prejemu likvidnosti od bank ali centralnih nasprotnih strank izpolnile pozive k plačilu gibljivega denarnega kritja.

Opozoriti je treba, da ker so centralne banke izključno pristojne za vzpostavitev svojih instrumentov in razlago njihove predvidene uporabe, bi morale potrditi in podpreti vsako možnost, ki bi temeljila na varovalnem mehanizmu centralne banke za likvidnost.

ECB je predstavila svoje stališče glede tega vprašanja. Banke so seveda nasprotne stranke za operacije denarne politike, pooblašene za zagotavljanje storitev preoblikovanja zavarovanja s premoženjem, za katere veljajo ustrezni bančni predpisi.

Zato lahko na repo trgu delujejo kot posredniki, tudi na podlagi njihove uporabe instrumentov centralnih bank.

Po mnenju ECB pa se zdi, da varovalna vloga centralnih bank ni preprosta ali celo ni izvedljiva za CNS, tudi če imajo te dovoljenje za opravljanje bančnih storitev: zdi se, da sprejetje storitev preoblikovanja zavarovanja s premoženjem ne spada v okvir glavnih poslovnih dejavnosti CNS, zato bi lahko povzročilo zaskrbljenost glede posledic v zvezi s tveganjem. Poleg tega ECB meni, da če bi CNS na podlagi dodatnega dovoljenja za opravljanje bančnih storitev (če bi bilo dovoljeno) začele izvajati preoblikovanje zavarovanja s premoženjem, se sedanja izvzeta iz nekaterih bonitetnih bančnih zahtev, ki se za CNS uporabljajo, ker ne opravljajo običajnih bančnih dejavnosti in imajo drugačen poslovni model, ne bi več zdela smiselna. Zato bi bila potrebna nadaljnja analiza, da bi se ugotovili pravna narava, vpliv na obvladovanje tveganja CNS in skladnost takih ureditev z zakonodajo. Prvi odzivi nekaterih CNS so pokazali tudi nekaj skepticizma.

Kar zadeva potrebo po morebitnem „namenskem“ varovalnem mehanizmu centralnih bank za pokojninske sheme (v skladu s katerim bi pokojninske sheme postale nasprotna stranke centralnih bank in bi likvidnost prejemale neposredno od njih), je ECB k razpravi skupine deležnikov Komisije prispevala z vidika Eurosistema, tj. osredotočila se je na potrebe subjektov s sedežem v euroobmočju po financiranju v eurih. V okviru kvantitativne ocene Eurosistema so bile ocenjene potrebe pokojninskih shem v euroobmočju po likvidnosti za plačilo gibljivega kritja v scenariju izjemnih situacij na podlagi 1-odstotne spremembe obrestnih mer (glej tudi zgoraj). Po podatkih, ki jih ima na voljo Eurosistem, z izvedenimi finančnimi instrumenti v euroobmočju največ poslujejo nizozemske pokojninske sheme, ki sklenejo 89 % vseh pogodb pokojninskih skladov o obrestni zamenjavi. Analiza, ki jo je izvedel Eurosistem, je pokazala, da bi bile dejanske likvidnostne potrebe pokojninskih shem v euroobmočju v takih okoliščinah obvladljive (tj. pod 2 %) v primerjavi s skupno velikostjo evropskega repo trga (določeno na podlagi neporavnane zneska povratnih repo poslov), kar kaže, da lahko repo trg sam po sebi ponudi rešitve za potrebe pokojninskih shem v euroobmočju. Na podlagi ugotovitev je bilo sklenjeno, da je okvir denarne politike Eurosistema, vključno z njegovim okvirom na področju nasprotnih strank, primeren za izvajanje denarne politike in ne upravičuje sprememb za vzpostavitev namenskega varovalnega mehanizma Eurosistema za likvidnost za pokojninske sheme²².

4. SKLEPNE UGOTOVITVE

Vprašanje centralnega kliringa pokojninskih shem je odprto že dolgo časa, med zadnjimi pogajanjimi o uredbi EMIR pa je postalo jasno, da si sozakonodajalca prizadevata čim bolj spodbujati iskanje rešitve, ki bi takim akterjem omogočila dostop do centralnega klirinškega sistema, oblikovanega z reformami skupine G20 leta 2009,

²² Tak varnostni mehanizem Eurosistema za likvidnost bi bil ločen od izredne likvidnostne pomoči, za katero so pristojne nacionalne centralne banke.

hkrati pa upoštevajo potrebo po vzpostavitvi ustreznih rešitev za odpravo pomislekov v stresnih tržnih razmerah.

V skupini deležnikov Komisije so potekale dolge razprave, pri čemer se je izkazalo, da so pokojninske sheme že začele prostovoljno izvajati kliring nekaterih izvedenih finančnih instrumentov, zato je mogoče zaključiti, da je ključno vprašanje, ki ga je še treba rešiti, vprašanje gibljivega denarnega kritja v času stresnih tržnih pogojev.

Komisija stalno spremlja razvoj dogodkov na trgu ter je olajšala izmenjave in razprave med ustreznimi deležniki, da bi našla možne poti naprej. V zadnjih letih so potekala prizadevanja deležnikov iz panoge. Zlasti so bile po zavrnitvi možnosti predložitve gibljivega kritja v obliki obveznic neposredno centralnim nasprotnim strankam, ki je bila na koncu zavrnjena zaradi težav z združljivostjo z naravo in poslovnim modelom CNS, preučene druge možnosti, da bi se pokojninskim shemam bolje omogočilo preoblikovanje zavarovanja s premoženjem.

Kot je opisano v tem poročilu, so bili v zadnjih letih razviti modeli olajšanega dostopa, da bi se preučila potencialno izvedljiva možnost za centralni kliring pokojninskih shem. Kolikor je Komisiji znano, nekaj pokojninskih shem že uporablja tako možnost. Komisija namerava z ustreznimi deležniki nadalje preučiti to možnost, vključno z njenimi stroški za pokojninske sheme. Dejstvo, da je tak model sprejela več kot ena CNS, se zdi pozitiven razvoj, tudi v smislu spodbujanja večje izbire.

Za iskanje ustrezne rešitve bodo najverjetneje potrebna prizadevanja na številnih različnih področjih. Po eni strani bi bilo treba dodatno oceniti nekatere vidike bančnih predpisov, vključno s tem, ali so nedavne spremembe izračuna količnika finančnega vzvoda pomagale. Po drugi strani pa bi bilo treba razmisliti o tem, katere načine zagotovitve likvidnostnih posojil pokojninskim shemam v stresnih razmerah je mogoče raziskati.

Rezultati javnega posvetovanja, ki ga je začel organ ESMA, naj bi omogočili nadaljnji vpogled v nedavni razvoj dogodkov na trgu in po možnosti zagotovili dodatne kvantitativne podatke, ki bodo natančno preučeni. Komisija je zavezana tudi preučiti vseh ustreznih in izvedljivih pobud, da bi napredovala pri iskanju uresničljive in zanesljive rešitve za centralni kliring.

Te analize v naslednjih mesecih se bodo upoštevale pri odločitvi Komisije v zvezi z izvzetjem iz obveznosti centralnega kliringa.