EUROPSKA
KOMISIJA

Bruxelles, 6.5.2021.
COM(2021) 224 final

IZVJEŠĆE KOMISIJE EUROPSKOM PARLAMENTU I VIJEĆU

na temelju članka 85. stavka 2. Uredbe (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, kako je izmijenjena Uredbom (EU) br. 834/2019, u kojem se procjenjuje jesu li izrađena prihvatljiva tehnička rješenja potrebna mirovinskim sustavima za prijenos gotovinskih i negotovinskih kolaterala kao varijacijskih iznosa nadoknade te jesu li za ta prihvatljiva tehnička rješenja potrebne neke dodatne mjere

IZVJEŠĆE KOMISIJE EUROPSKOM PARLAMENTU I VIJEĆU

na temelju članka 85. stavka 2. Uredbe (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, kako je izmijenjena Uredbom (EU) br. 834/2019, u kojem se procjenjuje jesu li izrađena prihvatljiva tehnička rješenja potrebna mirovinskim sustavima za prijenos gotovinskih i negotovinskih kolaterala kao varijacijskih iznosa nadoknade te jesu li za ta prihvatljiva tehnička rješenja potrebne neke dodatne mjere

1. UVOD

U Uredbi (EU) br. 648/2012 (Uredba o infrastrukturi europskog tržišta – EMIR) za subjekte koji upravljaju mirovinskim sustavima predviđa se privremeno izuzeće od obveze središnjeg poravnanja za određene vrste OTC izvedenica[1]. Cilj je privremenog izuzeća da se uzmu u obzir posebne značajke poslovnog modela takvih subjekata i učinak koji bi obveza poravnanja mogla imati na mirovine: subjekti koji upravljaju mirovinskim sustavima obično drže minimum novčanih sredstava kako bi svojim osiguranicima omogućili maksimalan povrat. Stoga postoji opasnost da bi uvođenje obveze središnjeg poravnanja ugovora o OTC izvedenicama za mirovinske sustave moglo dovesti do toga da mirovinski sustavi moraju pretvoriti znatan dio svoje imovine u gotovinu kako bi mogli ispuniti zahtjeve središnjih drugih ugovornih strana za iznos nadoknade, što bi moglo negativno utjecati na mirovinske prihode umirovljenika. Cilj je privremenog izuzeća da se mirovinskim sustavima, središnjim drugim ugovornim stranama i članovima sustava poravnanja da potrebno vrijeme da iznađu prihvatljivo tehničko rješenje kojim bi se mirovinskim sustavima omogućilo središnje poravnanje posredstvom središnjih drugih ugovornih strana, a istodobno izbjeglo značajne negativne učinke na prihode umirovljenika.

Uredbom EMIR Refit, koja je stupila na snagu u lipnju 2019., izuzeće je produljeno do lipnja 2021. i može se produljiti još dvaput delegiranim aktima Komisije, svaki put za najviše godinu dana. Međutim, krajnji je cilj Uredbe i dalje što prije omogućiti središnje poravnanje za mirovinske sustave. Središnje druge ugovorne strane, članovi sustava poravnanja i mirovinski sustavi moraju učiniti sve što je u njihovoj moći kako bi pridonijeli izradi prihvatljivih rješenja.

U skladu sa zahtjevom iz Uredbe EMIR Refit Europska komisija osnovala je stručnu skupinu koja uključuje predstavnike središnjih drugih ugovornih strana, članova sustava poravnanja, mirovinskih sustava i drugih relevantnih strana kako bi se pratila

[1] U skladu s EMIR-om mirovinski sustavi uključuju institucije za strukovno mirovinsko osiguranje kako su definirane u članku 6. točki (a) Direktive 2003/41/EZ, djelatnosti institucija za strukovno mirovinsko osiguranje iz članka 3. te direktive, djelatnosti strukovnog mirovinskog osiguranja društava za osiguranje obuhvaćene Direktivom 2002/83/EZ (u određenim okolnostima) te ostale subjekte koji imaju odobrenje za rad i nad kojima se provodi nadzor ili sustave koji djeluju na nacionalnoj osnovi, a čija je glavna svrha pružanje mirovinskih davanja. Izuzeće se odnosi na OTC izvedenice kojima se objektivno mjerljivo smanjuju investicijski rizici koji se izravno odnose na financijsku solventnost mirovinskih sustava. Primjenjuje se i na subjekte osnovane radi isplate naknade članovima tih mirovinskih sustava u slučaju neispunjavanja obveza te na mirovinske sustave koji imaju poteškoća s ispunjavanjem zahtjeva za varijacijski iznos nadoknade (članak 89. Uredbe EMIR).

njihova nastojanja i ocijenio napredak u iznalaženju prihvatljivih tehničkih rješenja. Ta stručna skupina, koja uključuje i predstavnike središnjih banaka, Europskog nadzornog tijela za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA) i Europskog nadzornog tijela za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (EIOPA), sastala se u listopadu 2019. te u travnju i studenome 2020.

U članku 85. Uredbe EMIR Refit od Komisije se zahtijeva da do konačnog produljenja izuzeća sastavlja godišnja izvješća u kojima procjenjuje jesu li izrađena prihvatljiva tehnička rješenja potrebna mirovinskim sustavima za prijenos gotovinskih i negotovinskih kolaterala kao varijacijskih iznosa nadoknade te jesu li za ta prihvatljiva tehnička rješenja potrebne neke dodatne mjere. Uredbom se utvrđuje i da ESMA, u suradnji s Europskim nadzornim tijelom za bankarstvo (EBA), EIOPA-om i ESRB-om, mora podnositi godišnja izvješća Komisiji u kojima ocjenjuje to pitanje.

ESMA je prvo takvo izvješće Komisiji dostavila u travnju 2020. Prvo izvješće Komisije[2], objavljeno u rujnu 2020., sadržava sveobuhvatnu analizu pitanja povezanih sa središnjim poravnanjem koje obavljaju mirovinski sustavi.

ESMA je od travnja do lipnja 2020. provela javno savjetovanje kako bi prikupila različita stajališta i podatke o toj temi. Rezultati tog javnog savjetovanja uključeni su u ESMA-ino drugo izvješće Komisiji iz prosinca 2020., koje je sastavljeno u suradnji s EBA-om, EIOPA-om i ESRB-om.

Ovo je drugo izvješće Komisije na temelju članka 85. Uredbe EMIR Refit. U njemu se izvješćuje o ostvarenom napretku na temelju rasprava stručne skupine Komisije i doprinosa europskih nadzornih tijela i ESRB-a u okviru njihova izvješćivanja Europskoj komisiji.

2. KONTEKST

U EU-u postoje razni mirovinski sustavi. Prema podacima s kraja 2018.[3] najveća tržišta mirovinskih sustava u EU-u nalaze se u Nizozemskoj, s prosječnim udjelom imovine u BDP-u od 173,3 %, i u Danskoj, s udjelom od 198,6 %. Slične sustave ima i Irska. Prema podacima koje je krajem ožujka 2020. dostavila ESMA[4] 70–80 % zamišljenog iznosa izvedenica svih mirovinskih fondova u EU-u odnosilo se na nizozemske mirovinske sustave. Mirovinski sustavi uglavnom upotrebljavaju izvedenice kako bi zaštitili svoje obveze od brojnih rizika.

U prvom izvješću Komisije analizirano je stanje u pogledu središnjeg poravnanja za mirovinske sustave. U njemu se, na temelju rasprava stručne skupine Komisije,

[2] „Izvješće Komisije u kojem se procjenjuje jesu li izrađena prihvatljiva tehnička rješenja potrebna mirovinskim sustavima za prijenos gotovinskih i negotovinskih kolaterala kao varijacijskih iznosa nadoknade te jesu li za ta prihvatljiva tehnička rješenja potrebne neke dodatne mjere”, COM(2020) 574 final.

[3] ESMA, *First Report for consultation – Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements* (Prvo izvješće za savjetovanje – Rješenja za središnje poravnanje za mirovinske sustave), travanj 2020.

[4] ESMA, *Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)* (Izvješće Europskoj komisiji – Izvješće o rješenjima za središnje poravnanje za mirovinske sustave (br. 2)), prosinac 2020.

pokazalo da uplaćivanje varijacijskog iznosa nadoknade u gotovini može biti problematično za mirovinske sustave, posebno u stresnim tržišnim uvjetima, kad središnje druge ugovorne strane mogu pozvati na uplatu znatnog varijacijskog iznosa nadoknade. Neki su mirovinski fondovi u posljednje vrijeme dobrovoljno započeli sa središnjim poravnanjem dijela svojeg portfelja izvedenica, obično kao klijenti članova sustava poravnanja. Neki od njih započeli su i primjenjivati rješenja koja su osmislile određene središnje druge ugovorne strane[5] kako bi mirovinskim sustavima olakšale središnje poravnanje, odnosno započeli su s primjenom modela „olakšanog" pristupa njihovim platformama za poravnane repo ugovore. Takvi modeli trebali bi poboljšati sposobnost mirovinskih sustava da svoje potrebe za likvidnošću zadovolje na tržištu repo ugovora[6]. Središnje poravnanje sve se više koristi i zbog zahtjeva koji se primjenjuju na bilateralne transakcije, za koje se očekuje da će povećati raspoloživu likvidnost u prostoru za središnje poravnanje u odnosu na prostor za bilateralno poravnanje[7].

U izvješću se ističu i poteškoće s kojima se mirovinski sustavi mogu suočiti u pristupu tržištu repo ugovora radi osiguravanja likvidnosti u razdobljima stresa, što može biti povezano i s time što članovi sustava poravnanja nisu uvijek voljni ili sposobni pružiti usluge konverzije kolaterala mirovinskim sustavima u stresnim tržišnim uvjetima.

3. GLAVNI REZULTATI JAVNOG SAVJETOVANJA KOJE JE PROVELA ESMA I DALJNJIH RASPRAVA S DIONICIMA

3.1. Rezultati javnog savjetovanja koje je provela ESMA

Rezultati javnog savjetovanja koje je provela ESMA općenito su potvrdili cjelokupnu analizu iz prvog izvješća Komisije te pružili dodatnu priliku da se ti nalazi dopune novim kvantitativnim podacima. ESMA je dobila odgovore[8] od brojnih dionika, među ostalim upravitelja imovinom (čiji su klijenti mirovinski sustavi), strukovnih udruženja i središnjih drugih ugovornih strana. Raznolikost dionika koji su se odazvali na savjetovanje omogućila je prikupljanje brojnih različitih stajališta o raznim aspektima mogućih rješenja. Prema ESMA-inoj analizi odgovori na savjetovanje potvrđuju da velika većina dionika priželjkuje situaciju u kojoj će mirovinski sustavi moći obavljati središnje poravnanje te da većina mirovinskih sustava želi obavljati poravnanje.

---

5 U EU-u je takav model uvela klirinška kuća Eurex Clearing, koji se može kombinirati s „olakšanim pristupom" tržištu poravnanih OTC izvedenica. Prema podacima dostupnima Komisiji i klirinška kuća LCH SA u postupku je izrade rješenja za „olakšani pristup". Vidjeti COM(2020) 574 final.

6 Ugovor o prodaji i ponovnoj kupnji („repo ugovor") ugovor je o prodaji vrijednosnih papira po određenoj cijeni i ponovnoj kupnji tih vrijednosnih papira po dogovorenoj cijeni na kasniji datum. Na tržištu repo ugovora povezuju se poduzeća koja razmjenjuju kolateral za gotovinu i poduzeća koja razmjenjuju gotovinu za kolateral.

7 ESMA, *Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)* (Izvješće Europskoj komisiji – Izvješće o rješenjima za središnje poravnanje za mirovinske sustave (br. 2)), prosinac 2020.

8 ESMA je primila 19 odgovora od pojedinaca odnosno strukovnih udruženja, uključujući dva povjerljiva odgovora, te jedan zajednički odgovor od deset dionika iz sektora mirovinskih fondova.

Savjetovanje je potvrdilo da neki mirovinski sustavi već dobrovoljno poravnavaju dio svojeg portfelja, među ostalim i kako bi izbjegli da se na njih primjenjuju pravila o inicijalnim iznosima nadoknade za bilateralne transakcije. Ta poravnanja obavljaju kao klijenti članova sustava poravnanja. U određenim slučajevima mirovinski sustavi primjenjuju i olakšani pristup tržištima poravnanih repo ugovora koji nude određene središnje druge ugovorne strane. Prema podacima koje je ESMA-i dostavila Nizozemska narodna banka[9] stope poravnanja u trećem tromjesečju 2020. za ugovore o zamjeni kamatne stope s referentnim kamatnim stopama Euribor i Libor za nizozemske mirovinske fondove iznosile su prosječno 22 % za velike mirovinske fondove (od 3 do 26 %), 25 % za srednje velike mirovinske fondove (od 0 do 46 %) i 37 % za male mirovinske fondove (od 0 do 100 %). Podaci pokazuju velike razlike među poduzećima. U Danskoj, prema analizi Danske narodne banke (Danmarks Nationalbank), danski mirovinski sustavi poravnavaju posredstvom središnje druge ugovorne strane približno 42 % svojih kamatnih izvedenica, pri čemu su također prisutne znatne razlike među poduzećima.

Neovisno o budućoj obvezi središnjeg poravnanja, mirovinski sustavi smatraju središnje poravnanje korisnim. Prema podacima ESMA-e kao glavnu prednost navode karakterističnu likvidnost poravnanih proizvoda, učinkovitost izvršenja i druge aspekte povezane s troškovima. Neki sudionici javnog savjetovanja naveli su da mirovinski sustavi već sada imaju drukčije troškove za bilateralne ugovore i za ugovore poravnane posredstvom središnje druge ugovorne strane. Naveli su da izvršenje bilateralnog 30-godišnjeg ugovora o zamjeni kamatne stope nominalnog iznosa od 50 milijuna može stvoriti neznatno više troškove od izvršenja 30-godišnjeg ugovora o zamjeni kamatne stope poravnanog posredstvom središnje druge ugovorne strane te da poravnanje prvonavedenog ugovora može biti skuplje.

Savjetovanje potvrđuje i da je mirovinskim sustavima glavna poteškoća povezana sa središnjem poravnanjem gotovinski varijacijski iznos nadoknade. Ostali navedeni problemi uključuju trošak poravnanja, koji bi bio povezan s iznosom kapitala koji bi banke, na temelju pravila o kapitalu banaka, morale držati u odnosu na pozicije klijenata, zatim mogućnost da članovi sustava poravnanja raskinu ugovore sa svojim klijentima uz kratak otkazni rok[10] te problemi koji bi mogli nastati za mirovinske sustave u slučaju potrebe za prenošenjem njihovih velikih pozicija na drugog člana sustava poravnanja. Međutim, treba napomenuti da u prostoru bilateralnog poravnanja mirovinski sustavi mogu biti izloženi i neispunjavanju obveza njihovih drugih ugovornih strana u trgovanju.

Općenito, sudionici savjetovanja slažu se da bi rješenje problema središnjeg poravnanja mirovinskih sustava trebalo biti takvo da se njime uspostavi odgovarajuća ravnoteža između ciljeva otpornosti financijskog sustava i izbjegavanja nerazmjernih troškova za umirovljenike te bi trebalo funkcionirati i u uobičajenim i u stresnim tržišnim uvjetima.

[9] Na temelju podataka koji se dostavljaju u skladu s EMIR-om.

[10] Ugovori o poravnanju za klijente često sadržavaju klauzulu o otkaznom roku od 90 dana.

3.2. Potencijalni učinci prelaska na obvezno središnje poravnanje

Na temelju kvantitativnih informacija koje je ESMA prikupila u okviru javnog savjetovanja dobiva se pregled potencijalnog učinka središnjeg poravnanja za mirovinske sustave u pogledu: i. inicijalnog iznosa nadoknade; ii. alokacije gotovine; iii. smanjenja prinosa; i iv. učinaka na likvidnost u slučaju stresa.

i) Učinak na inicijalni iznos nadoknade

Prema studiji iz 2018. koju su proveli ISDA i PensionsEurope obvezom poravnanja koja bi obuhvaćala nizozemske i danske mirovinske fondove poravnani inicijalni iznos nadoknade povećao bi se za približno 7,4 milijarde EUR ako bi se morale poravnati samo nove transakcije, za 26 milijardi EUR ako bi se moralo poravnati 50 % starih transakcija i za 44 milijarde EUR ako bi se morale poravnati sve stare transakcije[11].

Nadalje, središnje druge ugovorne strane mogle bi procijeniti da veliki mirovinski sustavi znatno pridonose rizičnosti jer često drže jednosmjerne pozicije u ugovorima o zamjeni. Jedna od tih strana izvijestila je ESMA-u o tome da bi njezini likvidni dodaci na inicijalni iznos nadoknade mogli biti toliko veliki da bi mogla razmotriti određivanje gornje granice broja ugovora o zamjeni koje bi mogla poravnati[12].

ii) Učinak na alokaciju gotovine

Istekom izuzeća od obveze središnjeg poravnanja za mirovinske sustave mogla bi nastati obveza izdvajanja gotovine kako bi mogli odgovoriti na potencijalne pozive na uplatu iznosa nadoknade. U slučaju izloženosti po izvedenicama time se smanjuje kreditni rizik druge ugovorne strane, ali se istodobno povećava likvidnosni rizik. U prevladavajućem okruženju niskih prinosa držanje gotovine i druge likvidne imovine postaje sve skuplje. Kad je riječ o investicijskim fondovima, to ih je potaknulo na smanjenje udjela takve imovine u portfelju[13]. Javno savjetovanje je pokazalo da dok neki mirovinski fondovi drže približno 2 % imovine u gotovini, drugi imaju strategiju nedržanja imovine u gotovini. Izvješće ESMA-e, koje se temelji na odgovorima dobivenima u okviru javnog savjetovanja, pokazuje da bi mirovinski sustav koji bi htio moći odgovoriti na 99,8 % poziva na uplatu varijacijskog iznosa nadoknade, pod pretpostavkom da je 30 % njegove alokacije gotovine dostupno u roku od jednog dana, trebao držati 7,8 % svoje imovine u gotovinskom portfelju. Taj bi se iznos povećao na 10,9 % ako bi taj mirovinski sustav htio moći odgovoriti na 99,95 % poziva na uplatu varijacijskog iznosa nadoknade, a smanjio bi se na 5,3 % ako bi htio moći odgovoriti na 99 % poziva.

iii) Potencijalno smanjenje povrata

[11] PensionsEurope i ISDA, *Potential demand for clearing by EU pension funds* (Moguća potražnja za poravnanjem mirovinskih fondova u EU-u), 2018.

[12] ESMA, *Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)* (Izvješće Europskoj komisiji – Izvješće o rješenjima za središnje poravnanje za mirovinske sustave (br. 2)), prosinac 2020.

[13] ESB, *Financial Stability Review* (Pregled financijske stabilnosti), svibanj 2020.

Ako bi mirovinski sustavi alocirali dodatan dio imovine u gotovinu kako bi mogli odgovoriti na potencijalne pozive na uplatu iznosa nadoknade, to bi značilo smanjenje godišnjeg povrata. Izvješće ESMA-e upućuje na to da bi, ako bi određeni mirovinski sustav morao alocirati 5–10 % svojeg investicijskog portfelja u gotovinu, posljedično smanjenje godišnjeg povrata moglo iznositi približno 0,17–0,33 % godišnje u sadašnjem okruženju niskih kamatnih stopa (s povratom od približno 3,17 %)[14]. Ako se umjesto toga uzme u obzir povijesni povrat (koji je, prema podacima OECD-a, u nizozemskom sektoru mirovinskih fondova u posljednjih 15 godina iznosio približno 6 %), smanjenje povrata kretalo bi se od 0,3 do 0,6 %.

Drugi upravitelji imovinom koji su sudjelovali u savjetovanju naveli su da mirovinski sustavi koji su njihovi klijenti već imaju znatnu gotovinsku rezervu, pa bi za njih troškovi financiranja privremeno visoke potražnje za likvidnošću bili vrlo niski.

U tom pogledu trebalo bi imati na umu i to da će se mirovinski fondovi vjerojatno suočiti s duljim razdobljem niskih povrata te bi im moglo biti teško ponovo dosegnuti povijesne razine povrata. Čak i ako je novijim mjerama monetarne politike središnjih banaka preokrenut trend znatnog smanjenja cijene imovine, mirovinski fondovi vjerojatno će se srednjoročno i dugoročno suočavati s nižim kamatnim stopama. Bit će teško ponovno dosegnuti povijesne stope povrata u potencijalno volatilnom okruženju koje karakteriziraju niske kamatne stope. U takvom scenariju čak i umjereno smanjenje prinosa može nepovoljno utjecati na povrat za umirovljenike. Primjerice, analiza koju je proveo ESB[15] pokazuje da se u slučaju društava za osiguranje, ako bi i dalje poslovali u okruženju sa sadašnjim kamatnim stopama, predviđa da će kuponski prihod pasti s 2,8 % u 2019. na 1,7 % u 2030. zbog dospijeća vrijednosnih papira s višim prinosima. Procjenjuje se da će doći i do pada zajamčenih stopa.

iv) <u>Učinak na likvidnost u slučaju stresa</u>

Potrebe za likvidnošću mirovinskih sustava radi plaćanja varijacijskog iznosa nadoknade u stresnom scenariju koji se temelji na promjeni stopa od 1 % razmatrane su u prvom izvješću Komisije[16], u kojem su navedeni podaci iz studije iz 2014. koju su provele konzultantske kuće Europe Economics i Bourse Consult i iz novijih analiza tog pitanja koje je proveo Eurosustav[17]. Povećanje kamatnih stopa potaknulo bi središnje druge ugovorne strane na aktiviranje poziva na uplatu varijacijskog iznosa nadoknade za portfelje ugovora o zamjeni kamatne stope mirovinskih fondova. Koristeći kao primjer nizozemske mirovinske fondove (prema podacima kojima raspolaže Eurosustav oni drže približno 89 % ugovora o zamjeni kamatne stope mirovinskih fondova europodručja), Eurosustav je proveo simulaciju učinka jednodnevne paralelne promjene u krivulji prinosa s porastom od 100 baznih bodova. U tom simuliranom stresnom scenariju pozivi na uplatu varijacijskog iznosa nadoknade za ugovore o zamjeni

[14] Na temelju odgovora dobivenih u okviru savjetovanja ESMA-e.
[15] ESB, *Financial Stability Review* (Pregled financijske stabilnosti), svibanj 2020.
[16] COM(2020) 574 final od 23. rujna 2020.
[17] ESB, *Financial Stability Review* (Pregled financijske stabilnosti), svibanj 2020.

kamatne stope koje drže nizozemski mirovinski fondovi mogli bi iznositi od 36 milijardi EUR do 47 milijardi EUR, čime bi nastao ukupni novčani manjak u iznosu od 6 milijardi EUR do 15 milijardi EUR (za sve mirovinske fondove europodručja taj bi manjak mogao iznositi do 17 milijardi EUR). Na procijenjenoj gornjoj granici tog raspona 55 % nizozemskih mirovinskih fondova ne bi imalo dovoljno gotovine za pokrivanje poziva na uplatu varijacijskog iznosa nadoknade. Taj bi manjak bio koncentriran unutar malog broja fondova s relativno niskim plaćanjima za varijacijski iznos nadoknade.

Odgovori dobiveni u tom pogledu u okviru javnog savjetovanja ESMA-e pokazuju da bi, u scenariju s promjenom stopa za 100 baznih bodova, zahtjev za uplatu varijacijskog iznosa nadoknade u gotovini iznosio približno 95 milijardi EUR za sve nizozemske, danske i irske mirovinske sustave koji primjenjuju ugovore o zamjeni.

Tijekom nedavnih previranja na tržištima uzrokovanih bolešću COVID-19 svakodnevni pozivi na uplatu varijacijskog iznosa nadoknade za izloženosti fondova po izvedenicama upeterostručili su se[18]. Uzimajući kao primjer investicijske fondove, na temelju djelomičnih izvješćivanja o varijacijskom iznosu nadoknade u skladu s EMIR-om, svakodnevni pozivi na uplatu varijacijskog iznosa nadoknade za fondove europodručja povećali su se s približno 2 milijarde EUR u prvoj polovini veljače 2020. na više od 10 milijardi EUR u tjednu koji je počeo 16. ožujka 2020. Najveće povećanje – za približno 6,5 puta – prijavljeno je za portfelje koji se sastoje od vlasničkih izvedenica, nakon čega slijede kamatne izvedenice (peterostruko povećanje) – a to su izvedenice koje mirovinski sustavi najčešće drže – i valutni portfelji (četverostruko povećanje). Postoje dokazi o tome da su neka društva za osiguranje i mirovinski fondovi europodručja unovčili udjele koje su držali u novčanim fondovima kako bi odgovorili na pozive na uplatu iznosa nadoknade.

Čini se da se velik broj investicijskih fondova europodručja suočio s pritiscima na likvidnost zbog visokih poziva na uplatu iznosa nadoknade, ali su uglavnom uspjeli na njih odgovoriti[19]. Smanjenja kamatnih stopa i programi kupnje obveznica središnjih banaka pridonijeli su tome da se sudionici na tržištu, uključujući mirovinske fondove, zaštite od nekih od najgorih potencijalnih učinaka krize. Nadalje, čini se da su tijekom previranja fondovi mogli prikupiti gotovinu repo transakcijama, prodajom imovine (npr. udjela u novčanim fondovima) ili povlačenjem sredstava iz kreditnih linija. Međutim, kako je prikazano u prvom izvješću Komisije, zabilježeni su pritisci u pristupu likvidnosti za mirovinske fondove.

U prethodnoj analizi, pod pretpostavkom da mirovinski sustavi u osmišljenom stresnom scenariju mogu zadovoljiti svoje potrebe za dodatnom gotovinom na tržištu repo ugovora, potrebe za likvidnošću mirovinskih sustava europodručja bile bi i dalje male u

[18] ESB, *Financial Stability Review* (Pregled financijske stabilnosti), svibanj 2020.
[19] ESB, *Financial Stability Review* (Pregled financijske stabilnosti), svibanj 2020.

usporedbi s iznosom nepodmirenih obratnih repo transakcija (koji je pokazatelj veličine europskog tržišta repo ugovora). Nepodmirene obratne repo transakcije iznosile su u prosincu 2019. približno 1,9 bilijuna EUR. Pod pretpostavkom da ostali mirovinski sustavi europodručja imaju slične potrebe za pozajmljivanjem kao nizozemski mirovinski sustavi, potrebe za pozajmljivanjem gotovine svih mirovinskih sustava europodručja vjerojatno bi ostale ispod 2 % ukupnog iznosa nepodmirenih obratnih repo transakcija[20].

Prema navodima ESMA-e i izvješću Međunarodnog udruženja za tržište kapitala (ICMA)[21] tržište repo ugovora EU-a uglavnom se dobro držalo tijekom previranja na tržištu uzrokovanih bolešću COVID-19. Unatoč tomu, tržišta repo ugovora suočila su se s određenim nepovoljnim uvjetima na vrhuncu krize u veljači/ožujku, kad se potražnja za repo ugovorima povećala, a sposobnost posrednika da zadovolje tu potražnju bila je relativno ograničena[22]. To je možda ograničilo mogućnost mnogih poduzeća da pristupe tržištu repo ugovora, što je bilo potrebno za upravljanje dnevnom likvidnošću i kolateralima. Prema nekim je izvorima zbog nelikvidnog tržišta novca narušeno posredovanje u poslovima u kojima banke osiguravaju likvidnost nebankovnim subjektima[23]. Općenito, kako je izvijestila ESMA, tržišta poravnanih repo ugovora funkcionirala su učinkovito i djelotvorno tijekom cijelog trajanja krize, osiguravajući stalni pristup izvedenicama, unatoč tomu što je povremeno dolazilo do naglog rasta poziva na uplatu iznosa nadoknade.

U budućnosti će tržišta repo ugovora vjerojatno i dalje imati središnju ulogu u rješavanju pitanja središnjeg poravnanja, no razina sudjelovanja mirovinskih fondova na tržištima repo ugovora u Europi i dalje je niska, osobito u usporedbi sa stanjem u SAD-u[24].

3.3. Inicijative predložene u okviru javnog savjetovanja

U cilju promicanja napretka prema središnjem poravnanju za mirovinske sustave sudionici javnog savjetovanja predložili su neke inicijative, kako je prikazano u izvješću ESMA-e. Te su inicijative uglavnom usmjerene na poboljšanje rješenja koja mirovinski sustavi trenutačno upotrebljavaju za središnje poravnanje, a to su poravnanje za klijente i modeli olakšanog pristupa koje nude središnje druge ugovorne strane. Ta su rješenja dvije osi na koje bi se trebalo usredotočiti u sljedećim fazama rada u tom području.

---

20 COM(2020) 574 final od 23. rujna 2020.

21 Međunarodno udruženje za tržište kapitala, *The European repo market and the Covid-19 crisis* (Europsko tržište repo ugovora i kriza uzrokovana bolešću COVID-19), travanj 2020.

22 Međunarodno udruženje za tržište kapitala, *The European repo market and the Covid-19 crisis* (Europsko tržište repo ugovora i kriza uzrokovana bolešću COVID-19), travanj 2020.

23 D'Avernas, A., Vandeweyer, Q. i Darracq Pariès, M. (2020.), *Unconventional monetary policy and funding liquidity risk* (Nekonvencionalna monetarna politika i financiranje likvidnosnog rizika), *Working Paper Series* br. 2350.

24 Eurex, *Derivatives markets after the Covid-19 crisis – A review of the Digital Derivatives Forum* (Tržišta izvedenica nakon krize uzrokovane bolešću COVID-19 – Pregled s Foruma o digitalnim izvedenicama), 2020.

Kad je riječ o poravnanju za klijente, informacije uvrštene u izvješće ESMA-e i rasprave stručne skupine Komisije pokazuju da bi jačanje sposobnosti članova sustava poravnanja da svojim izravnim klijentima pružaju usluge konverzije kolaterala doprinijelo poboljšanju pristupa mirovinskih sustava likvidnosti kad im je potrebna. Banke imaju dobre mogućnosti za olakšavanje konverzije kolaterala, što već dugo i čine.

Kako je navedeno u izvješću ESMA-e, banke su upozorile na određena ograničenja koja njima i mirovinskim sustavima otežavaju pružanje podrške obvezi poravnanja za mirovinske sustave: ta se ograničenja ponajprije odnose na omjer financijske poluge, rizikom ponderiranu imovinu i financiranje. Konkretno, kako je prikazano u izvješću ESMA-e temeljenom na javnom savjetovanju, povoljnijim tretmanom kapitala za repo ugovore/obratne repo ugovore potaknulo bi se repo poslove.

Kad je riječ o modelima olakšanog pristupa koje nude središnje druge ugovorne strane, neki veliki mirovinski sustavi već ih primjenjuju za pristup tržištu poravnanih repo ugovora. Središnje druge ugovorne strane koje su sudjelovale u javnom savjetovanju smatraju da bi za šire prihvaćanje tog rješenja bio potreban jasan signal regulatora u obliku regulatornih izmjena i utvrđivanja jasnog konačnog datuma isteka izuzeća od obveze poravnanja za mirovinske sustave. Neki upravitelji imovinom koji kao klijente imaju velike mirovinske sustave naveli su da te vrste modela obećavajući pristup, a neki ispitanici istaknuli su da su se tržišta poravnanih repo ugovora EU-a s godinama pokazala pouzdanima u pogledu dostupne likvidnosti, čak i u razdobljima stresa. Ta rješenja središnjih drugih ugovornih strana mogla bi se dodatno operativno poboljšati kako bi se bolje zadovoljile potrebe mirovinskih sustava: na strani središnjih drugih ugovornih strana savjetovanje je pokazalo da bi se mogla osmisliti dodatna poboljšanja.

Sudionici savjetovanja predložili su stoga brojne regulatorne mjere. Konkretno, u izvješću ESMA-e navode se sljedeći prijedlozi dionika:

- povoljniji tretman repo ugovora/obratnih repo ugovora u kontekstu omjera financijske poluge,
- izmjena metodologije za izračun omjera financijske poluge kako bi se izbjeglo da banke uljepšano prikazuju stanje u trenutku određenih rokova za izvješćivanje tijekom godine[25],
- razmatranje uvođenja posebne kategorije za izloženosti prema mirovinskim fondovima sa smanjenim ponderima rizika (koji bolje odražavaju njihovu visoku kreditnu sposobnost),
- utvrđivanje konkretne uloge posrednika u poravnanju (tj. banaka koje mirovinskim sustavima omogućuju pristup središnjim drugim ugovornim stranama u kontekstu modela olakšanog pristupa) u propisima o bankovnom poslovanju,
- razmatranje mogućnosti da se, na temelju Direktive Solventnost II, mirovinskim sustavima i društvima za osiguranje koji su izravni članovi središnje druge

[25] S tim u vezi treba napomenuti da su Bazelski odbor za nadzor banaka i tijela EU-a nedavno poduzeli mjere za rješavanje tog pitanja povećanjem zahtjeva u pogledu objavljivanja omjera financijske poluge. Banke u EU-u počet će primjenjivati te odredbe od lipnja 2021.

ugovorne strane u kontekstu modela olakšanog pristupa odobri isti povlašteni tretman koji je dostupan članovima sustava poravnanja na temelju Uredbe o kapitalnim zahtjevima,

- druge regulatorne izmjene koje se odnose na subjekte za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS) i alternativne investicijske fondove (AIF) u cilju poticanja središnjeg poravnanja za kupovnu stranu.

Osim toga, ESRB je iznio prijedloge o poboljšanju okvira za likvidnosni rizik, među ostalim i za mirovinske sustave, u kojima se, među ostalim, predlaže uvođenje posebnog zaštitnog sloja likvidnosti u određenim slučajevima.

4. ZAKLJUČAK

U skladu s Uredbom EMIR Refit izuzeće od obveze središnjeg poravnanja istječe u lipnju 2021., a Europska komisija može ga delegiranim aktima produljiti još dvaput, svaki put za godinu dana.

Rezultati javnog savjetovanja koje je provela ESMA općenito potvrđuju cjelokupnu analizu Europske komisije o glavnim pitanjima povezanima sa središnjim poravnanjem mirovinskih sustava, kako je iznesena u prvom izvješću objavljenom u rujnu 2020. U okviru tog savjetovanja dobiveni su i neki dodatni kvantitativni uvidi.

Posljednjih je godina ostvaren napredak u uvođenju središnjeg poravnanja za mirovinske sustave te dio mirovinskih sustava zaista, kako je prikazano, dobrovoljno prelazi na središnje poravnanje. To je ujedno i posljedica učinaka raznih regulatornih mjera i tržišnih sila.

Međutim, kako bi se ostvario daljnji napredak prema održivom sustavu središnjeg poravnanja za mirovinske sustave, Komisija zbog nekoliko razloga smatra da treba produljiti izuzeće za mirovinske sustave. Prvo, time bi se omogućila dodatna poboljšanja modela olakšanog pristupa koje nude središnje druge ugovorne strane. Drugo, time bi se omogućila temeljitija procjena prikladnosti i izvedivosti uvođenja potencijalnih regulatornih izmjena kojima bi se moglo poduprijeti obvezno središnje poravnanje. Treće, time bi se omogućilo usavršavanje alternativnih rješenja s obzirom na to da bi tržišta novca i dalje mogla biti volatilna zbog gospodarskih posljedica pandemije bolesti COVID-19. Čini se da bi bilo preuranjeno dopustiti da izuzeće od obveze poravnanja za mirovinske sustave istekne u lipnju 2021., posebno s obzirom na to da bi se i dalje mogli pojaviti problemi u pogledu dostupnosti likvidnosti u sustavu koja je potrebna za ispunjavanje zahtjeva za varijacijski iznos nadoknade. Naposljetku, produljenje je u skladu sa savjetom koji je dala ESMA, u suradnji s EBA-om, EIOPA-om i ESRB-om.

Komisija stoga predlaže donošenje delegiranog akta kojim bi se izuzeće od obveze središnjeg poravnanja produljilo do lipnja 2022.

U narednim mjesecima Glavna uprava za financijsku stabilnost, financijske usluge i uniju tržišta kapitala nastavit će, u suradnji s posebnom stručnom skupinom i

relevantnim službama Komisije, temeljitije razmatrati i procjenjivati različita rješenja i prijedloge koje su iznijeli dionici iz sektora.