EUROOPA
KOMISJON

Brüssel, 6.5.2021
COM(2021) 224 final

KOMISJONI ARUANNE EUROOPA PARLAMENDILE JA NÕUKOGULE

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

KOMISJONI ARUANNE EUROOPA PARLAMENDILE JA NÕUKOGULE

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

1. SISSEJUHATUS

Määrusega (EL) nr 648/2012 (Euroopa turu infrastruktuuri määrus; EMIR) on pensioniskeeme haldavatele üksustele ette nähtud ajutine vabastus keskse kliirimise kohustusest seoses teatavat liiki börsiväliste tuletisinstrumentidega[1]. Ajutise vabastuse eesmärk on võtta arvesse selliste üksuste ärimudeli iseärasusi ja mõju, mida kohustuslik kliirimine võib avaldada pensionidele: pensioniskeeme haldavad üksused vähendavad enda valduses olevad sularahakogused reeglina miinimumini, et maksimeerida oma kindlustusvõtjate tulu. Seega, kui pensioniskeemid peaksid börsiväliseid tuletislepinguid keskselt kliirima, võib tagajärjeks olla see, et pensioniskeemid hoiaksid märkimisväärset osa oma varadest sularahas, mis võimaldaks neil täita kesksete vastaspoolte tagatisnõudeid, kuid võib avaldada negatiivset mõju pensionäride pensionihüvitistele. Ajutise vabastuse eesmärk on anda pensioniskeemidele, kesksetele vastaspooltele ja kliirivatele liikmetele aega, et leida elujõuline tehniline lahendus, mis võimaldaks pensioniskeemidel kesksete vastaspoolte tasandil keskselt kliirida ning samal ajal vältida oluliselt ebasoodsat mõju pensionäride sissetulekule.

Euroopa turu infrastruktuuri määruse muutmise määrusega (EMIR Refit), mis jõustus 2019. aasta juunis, pikendati vabastust kuni 2021. aasta juunini, kusjuures seda on võimalik pikendada komisjoni delegeeritud õigusaktidega veel kaks korda, iga kord maksimaalselt ühe aasta võrra. Määruse lõppeesmärgiks jääb siiski pensioniskeemide keskne kliirimine niipea, kui see on võimalik. Kesksed vastaspooled, kliirivad liikmed ja pensioniskeemid peavad tegema kõik endast oleneva, et aidata kaasa elujõuliste lahenduste väljatöötamisele.

Nagu Euroopa turu infrastruktuuri määruse muutmise määruses nõutud, moodustas Euroopa Komisjon eksperdirühma, kuhu kuuluvad kesksete vastaspoolte, kliirivate

[1] Euroopa turu infrastruktuuri määruse kohaselt hõlmavad pensioniskeemid tööandja kogumispensioni asutusi, mis on määratletud direktiivi 2003/41/EÜ artikli 6 punktis a, kõnealuse direktiivi artiklis 3 osutatud asutuste tööandjapensioni kogumisega seotud tegevust, selliste kindlustusandjate tööandjapensionide kogumisega seotud tegevust, mis on hõlmatud direktiiviga 2002/83/EÜ (teatavatel tingimustel), ning muid tegevusloa saanud ja järelevalvele alluvaid riigisiseselt tegutsevaid üksusi või skeeme, mille peamine eesmärk on pakkuda pensionihüvitisi. Vabastus hõlmab börsiväliseid tuletisinstrumente, mis vähendavad objektiivselt mõõdetaval viisil investeerimisriske, mis on otseselt seotud pensioniskeemide maksevõimega. Vabastust kohaldatakse ka nende üksuste suhtes, mis on asutatud selliste skeemide liikmetele kompensatsiooni maksmiseks kohustuste mittetäitmise korral, ja pensioniskeemide suhtes, millel on raskusi muutuvtagatise nõuete täitmisega (Euroopa turu infrastruktuuri määruse artikkel 89).

liikmete, pensioniskeemide ja teiste asjaomaste osapoolte esindajad, et jälgida nende jõupingutusi ja hinnata elujõuliste tehniliste lahenduste leidmisel tehtud edusamme. Eksperdirühm, kuhu kuuluvad ka keskpankade, Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve (ESMA) ning Euroopa Kindlustus- ja Tööandjapensionide Järelevalve (EIOPA) esindajad, kohtus 2019. aasta aprillis ning 2020. aasta aprillis ja novembris.

Euroopa turu infrastruktuuri määruse muutmise määruse artikli 85 kohaselt peab komisjon koostama aastaaruandeid kuni vabastuse viimase pikendamiseni, hinnates, kas on töötatud välja elujõulised tehnilised lahendused, mille abil pensioniskeemid saavad kanda rahalise ja mitterahalise tagatise üle muutuvtagatisena, ning vajadust võtta meetmeid nende elujõuliste tehniliste lahenduste hõlbustamiseks. Samuti on määrusega ette nähtud, et ESMA esitab koostöös Euroopa Pangandusjärelevalve (EBA), EIOPA ja Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukoguga (ESRN) komisjonile aastaaruanded, milles seda küsimust hinnatakse.

ESMA esitas esimese aruande komisjonile 2020. aasta aprillis. 2020. aasta septembris avaldatud esimene komisjoni aruanne[2] sisaldas pensioniskeemide keskse kliirimisega seotud probleemide põhjalikku analüüsi.

ESMA korraldas 2020. aasta aprillist juunini avaliku konsultatsiooni, et koguda sellel teemal erinevaid seisukohti ja andmeid. ESMA lisas avaliku konsultatsiooni tulemused 2020. aasta detsembris komisjonile mõeldud teise aruandesse, mis valmis koostöös EBA, EIOPA ja ESRNiga.

Käesolev aruanne on teine Euroopa turu infrastruktuuri määruse muutmise määruse artikli 85 kohane komisjoni aruanne. Selles tutvustatakse tehtud edusamme, tuginedes komisjoni eksperdirühmas peetud aruteludele ning Euroopa järelevalveasutuste ja ESRNi poolt Euroopa Komisonile esitatud aruannetest saadud teabele.

2. TAUST

Pensioniskeemide sektor on ELis mitmekesine. ELi suurimad pensioniskeemide turud asuvad Madalmaades, kus varade keskmine suhe SKPsse oli 2018. aasta lõpu andmete kohaselt 173,3 %, ning Taanis, kus see suhe oli 198,6 %[3]. Sarnaseid skeeme on ka Iirimaal. ESMA esitatud andmete[4] kohaselt moodustasid Madalmaade pensioniskeemide tuletisinstrumendid 2020. aasta märtsi lõpus 70–80 % kõigi ELi pensionifondide tuletisinstrumentide tinglikust väärtusest. Pensioniskeemid kasutavad tuletisinstrumente suuresti selleks, et maandada mitut oma kohustustega seotud riski.

Komisjoni esimeses aruandes tehti kokkuvõte pensioniskeemide keskse kliirimise olukorrast. Selle kohaselt ilmnes komisjoni eksperdirühmas peetud aruteludest, et

2 Komisjoni aruanne, milles hinnatakse, kas on töötatud välja elujõulised tehnilised lahendused, mille abil pensioniskeemid saavad kanda rahalise ja mitterahalise tagatise üle muutuvtagatisena, ning seda, kas on vaja meetmeid elujõuliste tehniliste lahenduste leidmiseks, COM(2020) 574 final.

3 ESMA, *First Report for consultation – Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements*, aprill 2020.

4 ESMA, *Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)*, detsember 2020.

rahalise muutuvtagatise andmise vajadus võib tekitada pensioniskeemidele probleeme, eriti halvenenud turutingimustes, kui kesksete vastaspoolte muutuvtagatise nõuded võivad olla märkimisväärsed. Viimasel ajal on mõned pensionifondid hakanud osa oma tuletisinstrumentide portfellist vabatahtlikult keskselt kliirima, tavaliselt kliirivate liikmete klientidena. Mõned neist hakkasid ka kasutama lahendusi, mille teatavad kesksed vastaspooled on välja töötanud[5] pensioniskeemide keskse kliirimise lihtsustamiseks, st nende kliiritud repotehingute platvormidele nn lihtsustatud juurdepääsu mudeleid. Sellised mudelid peaksid parandama pensioniskeemide suutlikkust kasutada oma likviidsusvajaduste rahuldamiseks repoturgu[6]. Kesksele kliirimisele üleminek on aja jooksul suurenenud ka kahepoolsete tehingute suhtes kohaldatavate nõuete tõttu, mis eeldatavasti suurendavad keskse kliirimise korral vaba likviidsust võrreldes kahepoolse kliirimisega[7].

Aruandes toodi ka esile raskusi, mis pensioniskeemidel võivad stressiolukorras tekkida juurdepääsul repoturule, et hankida likviidsust, ja mis võivad olla seotud ka asjaoluga, et kliirivad liikmed ei ole halvenenud turutingimuste korral alati valmis või suutelised pensioniskeemidele tagatise ümberkujundamise teenuseid osutama.

3. ESMA AVALIKU KONSULTATSIOONI PEAMISED TULEMUSED JA EDASISED ARUTELUD SIDUSRÜHMADEGA

3.1 ESMA avaliku konsultatsiooni tulemused

ESMA korraldatud avaliku konsultatsiooni tulemused kinnitasid üldjoontes komisjoni esimeses aruandes esitatud üldist analüüsi ja andsid lisavõimaluse täiendada järeldusi kvantitatiivsete andmetega. ESMA sai vastused[8] paljudelt sidusrühmadelt, sealhulgas varahalduritelt (kelle kliendid on pensioniskeemid), kutseorganisatsioonidelt ja kesksetelt vastaspooltelt. Konsultatsioonile vastasid erinevad sidusrühmad, mis võimaldas koguda väga mitmesuguseid seisukohti võimalike lahenduste eri aspektide kohta. ESMA analüüsi kohaselt kinnitavad konsultatsiooni raames saadud vastused, et valdav osa sidusrühmadest ootab olukorda, kus pensioniskeemid saaksid keskselt kliirida, ja enamik pensioniskeeme tahab kliirida.

Konsultatsioon kinnitas, et mõned pensioniskeemid juba kliirivad vabatahtlikult osa oma portfellist, muu hulgas selleks, et vältida vajadust järgida kahepoolsete tehingute alustamise tagatisi käsitlevaid eeskirju. Nad teevad seda kliirivate liikmete klientidena. Teatavatel juhtudel kasutavad pensioniskeemid ka teatavate kesksete vastaspoolte

5 ELis on Eurex Clearing loonud sellise mudeli, mis võib hõlmata ka lihtsustatud juurdepääsu kliiritud börsivälisele turule. Komisjonile teadaolevalt töötab ka LCH SA välja lihtsustatud juurdepääsu lahendust. Vt COM(2020) 574 final.

6 Tagasiostuleping (edaspidi „repoleping“) on leping väärtpaberite müümiseks kindlaksmääratud hinnaga koos kokkuleppega osta need väärtpaberid kokkulepitud hinnaga hiljem tagasi. Repoturul saavad kokku ettevõtjad, kes annavad raha eest tagatise, ja ettevõtjad, kes annavad tagatise eest raha.

7 ESMA, *Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)*, detsember 2020.

8 ESMA sai 19 individuaalset või kutseorganisatsiooni vastust (sh kaks konfidentsiaalset vastust) ja ühe ühisvastuse kümnelt pensionifondide sektori sidusrühmalt.

pakutavat lihtsustatud juurdepääsu kliiritud repoturgudele. Vastavalt andmetele, mille Madalmaade keskpank ESMA-le esitas,[9] olid Madalmaade pensionifondide EURIBORi ja LIBORi intressimäära vahetuslepingute kliiringumäärad 2020. aasta kolmandas kvartalis suurte pensionifondide puhul keskmiselt 22 % (vahemikus 3–26 %), keskmise suurusega pensionifondide puhul keskmiselt 25 % (vahemikus 0–46 %) ja väikeste pensionifondide puhul keskmiselt 37 % (vahemikus 0–100 %). Andmed näitavad, et ettevõtjate lõikes on suuri erinevusi. Taanis kliirivad Taani pensioniskeemid Taani keskpanga analüüsi kohaselt ligikaudu 42 % oma intressimäära tuletisinstrumentidest keskse vastaspoole juures, kuid ettevõtjate vahel on samuti märkimisväärsed erinevused.

Pensioniskeemid leiavad, et kesksel kliirimisel on teatavad eelised, hoolimata eelseisvast kohustusest seda teha. ESMA sõnul nimetavad nad peamise eelisena kliiritud toodetele iseloomulikku likviidsust, täitmise tõhusust ja muid kulukaalutlusi. Mõni avalikule konsultatsioonile vastaja märkis, et pensioniskeemide kahepoolsete ja kaskselt kliiritud lepingute kulud on juba praegu erinevad. Nad teatasid, et 30aastase tähtajaga ja 50 miljoni euro suuruse nimiväärtusega kahepoolse intressimäära vahetuslepingu täitmine võib olla veidi kulukam kui 30aastase tähtajaga kaskselt kliiritud intressimäära vahetuslepingu täitmine ning et esimese tagasipööramine võib olla kallim.

Konsultatsiooni käigus leidis kinnitust, et pensioniskeemide jaoks on keskse kliirimise puhul peamine probleem rahalise muutuvtagatise küsimus. Muudest probleemidest mainiti järgmisi: kliirimiskulud, mis oleksid seotud sellega, kui palju kapitali peab pankadel kliendipositsioone arvesse võttes pankade kapitali käsitlevate eeskirjade kohaselt olema; kliirivate liikmete võimalus lõpetada klientidega sõlmitud lepingud lühikese etteteatamisajaga[10] ja probleemid, mis pensioniskeemidel võivad tekkida, kui nende suured positsioonid on vaja üle kanda teisele kliirivale liikmele. Tuleb märkida, et kahepoolse kliirimise korral võivad pensioniskeemid kokku puutuda ka oma tehingu vastaspoole kohustuste täitmata jätmisega.

Üldiselt on konsultatsioonis osalenud nõus, et pensioniskeemide keskse kliirimise küsimuse lahenduse puhul tuleb saavutada õige tasakaal finantssüsteemi vastupanuvõime ja pensionäridele ebaproportsionaalsete kulude tekitamata jätmise eesmärgi vahel ning et see peaks toimima nii tavalistes kui ka halvenenud turutingimustes.

3.2 Kohustuslikule kesksele kliirimisele ülemineku võimalik mõju

Kvantitatiivne teave, mille ESMA avaliku konsultatsiooni käigus kogus, annab ülevaate keskse kliirimise võimalikust mõjust pensioniskeemidele seoses järgmisega: i) alustamise tagatis; ii) sularahakogus; iii) tootluse langus ning iv) mõju likviidsusele stressiolukorras.

9 Euroopa turu infrastruktuuri määruse kohaste aruandlusandmete põhjal.

10 Klientide kliirimise lepingud sisaldavad sageli lepingu lõpetamisest 90 päeva ette teatamise klauslit.

i) Mõju alustamise tagatisele

Vastavalt ISDA ja PensionsEurope'i 2018. aasta uuringule suurendaksid Madalmaade ja Taani pensionifonde hõlmavad kliirimisvolitused kliiritud alustamise tagatist ligikaudu 7,4 miljardi euro võrra, kui kliirida tuleks ainult uued tehingud, 26 miljardi euro võrra, kui kliirida tuleks 50 % olemasolevatest tehingutest, ja 44 miljardi euro võrra, kui kliirida tuleks kõik olemasolevad tehingud[11].

Lisaks võivad kesksed vastaspooled pidada suuri pensioniskeeme suure riski tekitajateks, sest neil on sageli ühesuunalised vahetuslepingute positsioonid. Üks neist teatas ESMA-le, et tema täiendav likviidsusvajadus seoses alustamise tagatisega võib olla nii märkimisväärne, et ta võib kaaluda nende vahetustehingute arvu ülempiiri kindlaksmääramist, mida ta suudaks kliirida[12].

ii) Mõju sularahakogustele

Kesksest kliirimisest antud vabastuse aegumine võib kohustada pensioniskeeme panema kõrvale sularaha, mis võimaldaks neil võimalike tagatisnõuetega toime tulla. Tuletisinstrumentide riskipositsioonide korral vähendab see vastaspoole krediidiriski, kuid suurendab samal ajal likviidsusriski. Valitsevas madala tootlusega keskkonnas on sularaha ja muude likviidsete varade hoidmine muutunud üha kulukamaks. Investeerimisfondide puhul on see motiveerinud neid selliste varade hoidmist vähendama[13]. Avalik konsultatsioon näitas, et kui mõni pensionifond hoiab sularahas ligikaudu 2 % varadest, siis mõnel teisel puudub üldse strateegiline sularahakogus. Avalikus konsultatsioonis saadud vastustel põhinevast ESMA aruandest ilmneb, et kui pensioniskeem tahaks suuta täita 99,8 % muutuvtagatise nõuetest, siis eeldades, et 30 % tema sularahakogusest on kättesaadav ühe päeva jooksul, peaks ta sularahaportfelli eraldama 7,8 % oma varadest. See osakaal kasvaks 10,9 %ni, kui ta tahaks suuta täita 99,95 % muutuvtagatise nõuetest, ja kahaneks 5,3 %ni, kui ta tahaks suuta täita 99 % nõuetest.

iii) Tootluse võimalik vähenemine

Kui pensioniskeemid hoiaksid täiendavat sularahakogust võimalike tagatisnõuete täitmiseks, tähendaks see aastatootluse vähenemist. ESMA aruandest nähtub, et kui pensioniskeemil tuleks hoida 5–10 % oma investeerimisportfellist sularahas, võiks sellega kaasnev aastatootluse vähenemine olla praegustes madalate intressimäärade tingimustes (kus tootlus on umbes 3,17 %) ligikaudu 0,17–0,33 % aastas[14]. Kui aga võtta selle asemel arvesse varasemate perioodide tootlust (OECD andmete kohaselt Madalmaade pensionisektoris viimase 15 aasta jooksul umbes 6 %), oleks vähenemine 0,3–0,6 %.

11 PensionsEurope ja ISDA, *Potential demand for clearing by EU pension funds*, 2018.
12 ESMA, *Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)*, detsember 2020.
13 EKP, finantsstabiilsuse ülevaade, mai 2020.
14 ESMA konsultatsioonis saadud vastuste põhjal.

Teised konsultatsioonile vastanud varahaldurid teatasid, et nende pensioniskeemidest klientidel juba on märkimisväärne rahapuhver ja seetõttu oleksid ajutiselt suure likviidsusvajaduse rahastamise kulud nende jaoks väga väikesed.

Sellega seoses tuleks meeles pidada, et pensionifondidel on tõenäoliselt ees pikk väikese tootlusega periood ja neil võib olla raske saavutada sellist tootlust nagu varem. Isegi kui keskpankade hiljutised rahapoliitika meetmed on varade märkimisväärse hinnalanguse ümber pööranud, on tõenäoline, et pensionifondide intressimäärad on keskmises kuni pikas perspektiivis madalamad. Varasemate perioodide tootlusega võrdväärset tootlust on potentsiaalselt volatiilses madalate intressimääradega keskkonnas keeruline saavutada. Sellise stsenaariumi korral võib isegi mõõdukas tootluse langus pensionäride tootlust ebasoodsalt mõjutada. Näiteks ilmneb EKP analüüsist,[15] et praeguste intressimäärade püsides väheneb keskmine kupongitulu kindlustusandjate puhul prognooside kohaselt 2,8 %-lt 2019. aastal 1,7 %-le 2030. aastal, sest suurema tootlusega väärtpaberite tähtajad lõppevad. Hinnangute kohaselt vähenevad ka tagatud määrad.

iv) Mõju likviidsusele stressiolukorras

Pensioniskeemide likviidsusvajadust, et täita muutuvtagatise nõue stressistsenaariumi korral, mis põhineb intressimäärade 1 % muutumisel, käsitleti komisjoni esimeses aruandes,[16] milles esitati Europe Economics'i ja Bourse Consult'i 2014. aasta uuringu ja eurosüsteemi hiljutiste selleteemaliste analüüside andmed[17]. Intressimäärade suurenedes nõuaksid kesksed vastaspooled pensionifondide intressimäära vahetuslepingute portfellide puhul muutuvtagatisi. Kasutades näitena Madalmaade pensionifonde (eurosüsteemile kättesaadavate andmete kohaselt omasid nad umbes 89 % euroala pensionifondide intressimäära vahetuslepingutest), modelleeris eurosüsteem intressikõvera ühepäevase +100 baaspunkti suuruse paralleelse nihke mõju. Modelleeritud stressistsenaariumi kohaselt võivad Madalmaade pensionifondide intressimäära vahetuslepingutega seotud muutuvtagatise nõuded olla 36–47 miljardit eurot, millest tingitud sularaha puudujääk oleks kokku 6–15 miljardit eurot (kogu euroala pensionifondide puhul võiks see olla kuni 17 miljardit eurot). Hinnangulise ülempiiri korral ei oleks 55 %-l Madalmaade pensionifondidest muutuvtagatise nõuete täitmiseks piisavalt raha. Puudujääk koonduks väikesesse arvu fondidesse, millel on suhteliselt väikesed muutuvtagatise maksed.

ESMA avalikus konsultatsioonis saadud vastused näitavad selle kohta, et määrade 100 baaspunkti suuruse muutuse korral oleks rahalise muutuvtagatise nõue vahetuslepinguid kasutavate Madalmaade, Taani ja Iirimaa pensioniskeemide puhul umbes 95 miljardit eurot.

15 EKP, finantsstabiilsuse ülevaade, mai 2020.
16 COM(2020) 574 final, 23. september 2020.
17 EKP, finantsstabiilsuse ülevaade, mai 2020.

COVID-19st tingitud hiljutise turu ebastabiilsuse ajal suurenesid fondide tuletisinstrumentide positsioonidega seotud päevased muutuvtagatise nõuded viiekordseks[18]. Kasutades näitena investeerimisfonde ja tuginedes muutuvtagatise osalisele aruandlusele Euroopa turu infrastruktuuri määruse kohastes andmetes, suurenesid euroala fondide päevased muutuvtagatise nõuded umbes 2 miljardilt eurolt 2020. aasta veebruari esimeses pooles rohkem kui 10 miljardile eurole 2020. aasta 16. märtsiga algaval nädalal. Kasv oli suurim (umbes 6,5 korda) aktsiatel põhinevatest tuletisinstrumentidest koosnevate portfellide puhul; neile järgnesid intressimäära tuletisinstrumendid (viiekordne kasv), mida pensioniskeemid kõige sagedamini hoiavad, ja valuutaportfellid (neljakordne kasv). On tõendeid, et mõned euroala kindlustusandjad ja pensionifondid likvideerisid tagatisnõuete täitmiseks rahaturufondide osakuid.

Paistab, et paljudel euroala investeerimisfondidel on olnud suurte tagatisnõuete tõttu likviidsusprobleeme, kuid üldiselt suutsid nad nendega toime tulla[19]. Intressimäärade langetamine ja keskpankade võlakirjade ostmise kavad aitasid hoida turuosalisi, sealhulgas pensionifonde, kriisi mõningate kõige rängemate võimalike mõjude eest. Lisaks näib, et fondid saaksid ebastabiilsetel aegadel hankida sularaha repotehingutega, varade (nt rahaturufondide osakud) müügiga või krediidiliinide kasutamisega. Ent nagu nähtub komisjoni esimesest aruandest, oli pensionifondidel likviidsusele juurdepääsul siiski raskusi.

Eeltoodud analüüsist ilmneb, et kui pensioniskeemid saaksid kirjeldatud stressistsenaariumi korral oma täiendavad sularahavajadused rahuldada repoturu kaudu, jääksid euroala pensioniskeemide likviidsusvajadused võrreldes pooleliolevate pöördrepotehingute summaga (Euroopa repoturu suuruse näitaja) väikeseks. 2019. aasta detsembris oli pooleliolevate pöördrepotehingute summa umbes 1,9 triljonit eurot. Eeldades, et teiste euroala pensioniskeemide laenuvajadused sarnanevad Madalmaade pensioniskeemide omadega, moodustavad kõigi euroala pensioniskeemide laenuvajadused tõenäoliselt alla 2 % kõigist pooleliolevatest pöördrepotehingutest[20].

ESMA andmetel ja ka ICMA andmetel[21] pidas ELi repoturg COVID-19st tingitud turu ebastabiilsuse ajal valdavalt hästi vastu. Kriisi haripunktis veebruaris ja märtsis esines repoturgudel siiski ebasoodsaid tingimusi, sest reponõudlus suurenes ja vahendajate suutlikkus seda nõudlust vahendada oli suhteliselt piiratud[22]. See võis piirata paljude ettevõtjate juurdepääsu repoturule, mida oli vaja päevasisese likviidsuse ja tagatiste haldamiseks. Mõne allika väitel pärssis mittelikviidne rahaturg likviidsuse vahendamist

18 EKP, finantsstabiilsuse ülevaade, mai 2020.
19 EKP, finantsstabiilsuse ülevaade, mai 2020.
20 COM(2020) 574 final, 23. september 2020.
21 Rahvusvaheline Kapitaliturgude Assotsiatsioon, *The European repo market and the Covid-19 crisis*, aprill 2020.
22 Rahvusvaheline Kapitaliturgude Assotsiatsioon, *The European repo market and the Covid-19 crisis*, aprill 2020.

pankadelt mittepangast finantsasutustele[23]. ESMA esitatud teabe kohaselt toimisid kliiritud repoturud kogu kriisi ajal üldiselt tõhusalt ja tulemuslikult, pakkudes tuletisinstrumentidele pidevalt juurdepääsu, kuigi tagatisnõuded võisid järsult suureneda.

Tõenäoliselt säilib repoturgude keskne roll keskse kliirimisega seotud probleemi lahendamisel ka edaspidi, kuid pensionifondide osalemine repoturgudel jääb Euroopas siiski tagasihoidlikuks, eriti võrreldes Ameerika Ühendriikidega[24].

3.3 Avaliku konsultatsiooni käigus välja pakutud algatused

Pensioniskeemide kesksele kliirimisele ülemineku edendamiseks pakkusid avalikule konsultatsioonile vastajad välja mõned algatused, nagu on kirjeldatud ESMA aruandes. Enamasti on selliste algatuste eesmärk parandada lahendusi, mida pensioniskeemid praegu keskseks kliirimiseks kasutavad, st klientide kliirimist ja kesksete vastaspoolte lihtsustatud juurdepääsu mudeleid Need on kaks põhitelge, millele tuleks selle töö raames tehtavatel järgmistel sammudel keskenduda.

Klientide kliirimise kohta näitavad ESMA aruandes sisalduv teave ja komisjoni eksperdirühmas peetud arutelud, et kliirivate liikmete suurem suutlikkus osutada oma otsestele klientidele tagatise ümberkujundamise teenuseid aitaks parandada pensioniskeemide juurdepääsu likviidsusele, kui see on vajalik. Pankadel on head võimalused hõlbustada tagatise ümberkujundamist ja nad on seda pikka aega teinud.

Nagu ESMA aruandes märgitud, osutasid pangad mõningatele piirangutele, mis raskendavad neil ja pensioniskeemidel toetada pensioniskeemide kliirimiskohustust: need on seotud eelkõige finantsvõimenduse määra, riskiga kaalutud varade ja rahastamisega. Nagu on kirjeldatud avalikul konsultatsioonil põhinevas ESMA aruandes, aitaks eelkõige repode/pöörderepode soodsam kapitalikäsitlus repotegevust ergutada.

Mis puudutab kesksete vastaspoolte pakutavaid lihtsustatud juurdepääsu mudeleid, siis mõned suured pensioniskeemid juba kasutavad neid juurdepääsuks kliiritud repoturule. Avalikul konsultatsioonil osalenud kesksete vastaspoolte sõnul vajaks selline lahendus reguleerivate asutuste selget signaali õigusaktide muudatuste ja pensioniskeemide kliirimisest vabastuse selge lõppkuupäeva kaudu, et seda lahendust laiemalt kasutatama hakataks. Mõned varahaldurid, kelle klientideks on suured pensioniskeemid, teatasid, et seda liiki mudelid on paljutõotav võimalus, ja mõned vastajad märkisid, et ELi kliiritud repoturud on olnud vaba likviidsuse poolest juba aastaid usaldusväärsed ka stressiolukorras. Selliste kesksetel vastaspooltel põhinevate lahenduste toimimist saaks veelgi parandada, et need vastaksid paremini pensioniskeemide vajadustele: konsultatsiooni käigus ilmnes, et kesksete vastaspoolte poolel võiks kavandada täiendavaid parandusi.

23 D'Avernas, A., Vandeweyer, Q. ja Darracq Pariès, M., „Unconventional monetary policy and funding liquidity risk", *Working Paper Series*, nr 2350, 2020.

24 Eurex, *Derivatives markets after the Covid-19 crisis - A review of the Digital Derivatives Forum*, 2020.

Konsultatsioonile vastajad pakkusid välja mitu regulatiivset meedet. Eelkõige on ESMA aruandes mainitud järgmisi sidusrühmade ettepanekuid:

- käsitleda reposid/pöördreposid finantsvõimenduse määra kontekstis soodsamalt;
- võtta kasutusele finantsvõimenduse määra arvutamise ümberkalibreeritud meetod, et vältida olukorda, kus pangad tegelevad aasta jooksul konkreetsete aruandlustähtaegade ajal olukorra ilustamisega[25];
- kaaluda võimalust luua erikategooria pensionifondidega seotud riskipositsioonide jaoks, millel oleksid väiksemad riskikaalud (kajastades paremini nende suurt krediidivõimelisust);
- käsitleda pangandusalastes õigusnormides konkreetselt kliirivate agentide (pangad, kes annavad pensioniskeemidele lihtsustatud juurdepääsu mudelite abil juurdepääsu kesksetele vastaspooltele) rolli;
- kaaluda Solventsus II alusel keskse vastaspoole otsesteks liikmeteks olevatele pensioniskeemidele ja kindlustusandjatele lihtsustatud juurdepääsu mudelite kontekstis samasuguse eeliskohtlemise võimaldamist, mis on kapitalinõuete määruse kohaselt kättesaadav kliirivatele liikmetele;
- teha muid regulatiivseid muudatusi, mis puudutavad vabalt võõrandatavatesse väärtpaberitesse ühiseks investeerimiseks loodud ettevõtjaid ja alternatiivseid investeerimisfonde, et soodustada keskset kliirimist ostu poolel.

Lisaks sellele tegi ESRN ettepanekuid tõhustada likviidsusriski raamistikku, sealhulgas pensioniskeemide jaoks, luues teatavatel juhtudel ka spetsiaalse likviidsuspuhvri.

4. KOKKUVÕTE

Euroopa turu infrastruktuuri määruse muutmise määruse kohaselt aegub kesksest kliirimisest antud vabastus 2021. aasta juunis ja Euroopa Komisjon võib seda delegeeritud õigusaktidega kaks korda pikendada, kumbki kord ühe aasta võrra.

ESMA avaliku konsultatsiooni tulemused kinnitavad üldjoontes 2020. aasta septembris avaldatud Euroopa Komisjoni esimeses aruandes esitatud üldist analüüsi, mis käsitleb pensioniskeemide keskse kliirimisega seotud peamisi probleeme. Konsultatsiooni käigus saadi ka kvantitatiivset lisateavet.

Viimastel aastatel on tehtud edusamme pensioniskeemide keskse kliirimise suunas ja pensioniskeemid on tõepoolest vabatahtlikult kesksele kliirimisele osaliselt üle minemas, nagu märgitud. See tuleneb ka mitmesugustest regulatiivsetest ja turujõududest.

Komisjon peab sellegipoolest mitmel põhjusel vajalikuks pensioniskeemide vabastust pikendada, et edenemist pensioniskeemide jätkusuutliku keskse kliirimise suunas saaks jätkata. Esiteks annaks see võimaluse kesksete vastaspoolte lihtsustatud juurdepääsu mudeleid veelgi täiustada. Teiseks võimaldaks see põhjalikumalt hinnata, kas oleks asjakohane ja teostatav teha regulatiivseid muudatusi, mis toetaksid kohustuslikku

25 Sellega seoses tuleb märkida, et Baseli pangajärelevalve komitee ja ELi asutused võtsid hiljuti selle probleemi lahendamiseks meetmeid, karmistades finantsvõimenduse määra avalikustamise nõudeid. ELi pangad kohaldavad neid sätteid alates 2021. aasta juunist.

keskse kliirimise lahendust. Kolmandaks võimaldaks see välja töötada alternatiivseid lahendusi, sest rahaturud võivad COVID-19 pandeemia majanduslike tagajärgede tõttu endiselt volatiilsed olla. Tundub enneaegne lasta pensioniskeemide kliirimiskohustusest vabastamisel aeguda 2021. aasta juunis, eriti kuna süsteemis võib endiselt tekkida probleeme likviidsuse kättesaadavusega muutuvtagatise nõudluse rahuldamisel. Lisaks on pikendamine kooskõlas nõuannetega, mida ESMA on koostöös EBA, EIOPA ja ESRNiga andnud.

Seepärast teeb komisjon ettepaneku võtta vastu delegeeritud õigusakt, millega pikendataks kesksest kliirimisest vabastust 2022. aasta juunini.

Finantsstabiilsuse, finantsteenuste ja kapitaliturgude liidu peadirektoraat koostöös spetsiaalse eksperdirühma ja asjaomaste komisjoni talitustega jätkab eelseisvatel kuudel sektori sidusrühmade välja pakutud lahenduste ja ettepanekute uurimist ning põhjalikumat hindamist.