EVROPSKA
KOMISIJA

Bruselj, 6.5.2021
COM(2021) 224 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 nedenarnimi sredstvi kot gibljivega kritja v okviru pokojninskih shem, in potrebe 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 potrebe po morebitnih ukrepih za spodbujanje teh izvedljivih tehničnih rešitev

1. UVOD

Uredba (EU) št. 648/2012 (v nadaljnjem besedilu: uredba o infrastrukturi evropskega trga, EMIR) določa začasno izvzetje subjektov, ki upravljajo pokojninske sheme, iz obveznosti centralnega kliringa v zvezi z nekaterimi vrstami izvedenih finančnih instrumentov OTC[1]. Namen začasnega izvzetja je, da bi se upoštevali posebne značilnosti poslovnega modela takih subjektov in morebitni vpliv obveznega kliringa na pokojnine: subjekti, ki upravljajo pokojninske sheme, svoje denarne rezerve ponavadi zmanjšajo na najmanjši možni znesek, da bi s tem čim bolj izboljšali donos za zavarovance. Zato obstaja tveganje, da če bi od pokojninskih shem zahtevali, da izvajajo centralni kliring pogodb o izvedenih finančnih instrumentih OTC, bi te morale znaten delež svojih sredstev zamenjati v denar, da bi izpolnile zahteve centralnih nasprotnih strank (CNS) po kritju, kar bi negativno vplivalo na pokojninske prihodke upokojencev. Začasno izvzetje naj bi pokojninskim shemam, centralnim nasprotnim strankam in klirinškim članom zagotovilo čas za iskanje izvedljive tehnične rešitve, ki bi pokojninskim shemam omogočila centralni kliring prek centralnih nasprotnih strank, hkrati pa bi preprečila velik negativen vpliv na prihodke upokojencev.

Z uredbo EMIR v okviru programa REFIT (EMIR Refit), ki je začela veljati junija 2019, je bilo izvzetje podaljšano do junija 2021, poleg tega pa 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. Centralne nasprotne stranke, klirinški člani in pokojninske sheme si morajo po najboljših močeh prizadevati prispevati k razvoju izvedljivih rešitev.

V skladu z EMIR Refit je Evropska komisija vzpostavila strokovno skupino, ki jo sestavljajo predstavniki centralnih nasprotnih strank, klirinški člani, pokojninske sheme in druge zadevne stranke, za spremljanje njihovih prizadevanj in oceno napredka pri iskanju izvedljivih tehničnih rešitev. Strokovna skupina, v kateri so tudi predstavniki centralnih bank, Evropskega organa za vrednostne papirje in trge (ESMA) ter

[1] V skladu z EMIR 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 (v določenih okoliščinah), ter druge pooblaščene in nadzorovane subjekte ali sheme, ki delujejo na nacionalni ravni in katerih glavni namen je zagotavljati pokojnine. Izvzetje se nanaša na izvedene finančne instrumente OTC, ki objektivno merljivo zmanjšujejo investicijska tveganja, ki so neposredno povezana s finančno solventnostjo pokojninskih shem. Velja tudi za 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).

Evropskega organa za zavarovanja in poklicne pokojnine (EIOPA), se je sestala oktobra 2019 ter aprila in novembra 2020.

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 Evropskim bančnim organom (EBA), EIOPA in Evropskim odborom za sistemska tveganja (ESRB) Komisiji predloži letna poročila, v katerih oceni to vprašanje.

ESMA je prvo poročilo Komisiji predložil aprila 2020. Prvo poročilo Komisije[2], objavljeno septembra 2020, je vključevalo celovito analizo vprašanj v zvezi s centralnim kliringom s strani pokojninskih shem.

ESMA je od aprila do junija 2020 organiziral javno posvetovanje, da bi zbral širok nabor mnenj in podatkov o tej temi. Rezultati javnega posvetovanja so bili decembra 2020 vključeni v drugo poročilo ESMA Komisiji, ki je bilo pripravljeno v sodelovanju z EBA, EIOPA in ESRB.

To je drugo poročilo Komisije v skladu s členom 85 EMIR Refit. Predstavlja dosežen napredek, ki temelji na razpravah strokovne skupine Komisije ter prispevkih evropskih nadzornih organov in ESRB v okviru njihovega poročanja Evropski komisiji.

2. OZADJE

Področje pokojninskih shem EU je raznoliko. 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 %[3]. Podobne sheme ima vzpostavljene tudi Irska. V skladu s podatki ESMA[4] so nizozemske pokojninske sheme konec marca 2020 predstavljale 70–80 % nominalnega zneska izvedenih finančnih instrumentov vseh pokojninskih skladov EU. Pokojninske sheme za varovanje svojih obveznosti pred številnimi tveganji večinoma uporabljajo izvedene finančne instrumente.

Prvo poročilo Komisije je povzelo stanje glede centralnega kliringa za pokojninske sheme. Pokazalo se je, kot je razvidno iz razprav v strokovni skupini Komisije, da je lahko potreba po predložitvi gibljivega kritja v denarnih sredstvih za pokojninske sheme problematična, zlasti v stresnih tržnih pogojih, ko so pozivi centralnih nasprotnih strank k plačilu gibljivega kritja lahko znatni. V zadnjem času so nekateri pokojninski skladi začeli prostovoljno izvajati centralni kliring za del portfelja izvedenih finančnih instrumentov, običajno kot stranke klirinških članov. Nekateri med njimi so začeli

2 „Poročilo Komisije 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“ (COM(2020) 574 final).

3 ESMA, „Prvo poročilo za posvetovanje – Rešitve centralnega kliringa za pokojninske sheme“, april 2020.

4 ESMA, „Poročilo Evropski komisiji – Poročilo o rešitvah centralnega kliringa za pokojninske sheme (št. 2)“, december 2020.

uporabljati tudi rešitve, ki so jih oblikovale nekatere centralne nasprotne stranke[5], za olajšanje centralnega kliringa pokojninskih shem, in sicer t. i. modeli „olajšanega“ dostopa do njihovih platform repo poslov z opravljenim kliringom. Taki modeli bi morali izboljšati zmožnost pokojninskih shem, da se za svoje likvidnostne potrebe obrnejo na repo trg[6]. Prehod na centralni kliring se sčasoma pospešuje tudi zaradi zahtev, ki veljajo za dvostranske trgovinske posle, kar naj bi povečalo razpoložljivo likvidnost v prostoru centralnega kliringa v primerjavi s prostorom dvostranskega kliringa[7].

V poročilu so poudarjene tudi težave, s katerimi se lahko pokojninske sheme spoprijemajo pri dostopu do repo trga za pridobivanje likvidnosti v stresnih razmerah, kar je lahko povezano tudi z dejstvom, da klirinški člani pokojninskim shemam niso vedno pripravljeni ali zmožni zagotavljati storitev preoblikovanja zavarovanja s premoženjem v stresnih tržnih pogojih.

3. GLAVNI REZULTATI JAVNEGA POSVETOVANJA ESMA IN NADALJNJE RAZPRAVE Z DELEŽNIKI

3.1 Rezultati javnega posvetovanja ESMA

Rezultati javnega posvetovanja, ki ga je organiziral ESMA, so na splošno potrdili splošno analizo, vključeno v prvo poročilo Komisije, in zagotovili dodatno priložnost za dopolnitev ugotovitev z več kvantitativnimi podatki. ESMA je prejel odgovore[8] najrazličnejših deležnikov, med drugim tudi od upravljavcev premoženja (katerih stranke so pokojninske sheme), poklicnih združenj in centralnih nasprotnih strank. Nabor deležnikov, ki so se odzvali na posvetovanje, je bil raznolik, kar je omogočilo zbiranje najrazličnejših pogledov na različne vidike možnih rešitev. Glede na analizo ESMA odgovori na posvetovanje potrjujejo, da velika večina deležnikov pričakuje razmere, v katerih bi pokojninske sheme lahko opravljale centralni kliring, in to, da večina pokojninskih shem želi opravljati kliring.

Posvetovanje je potrdilo, da nekatere pokojninske sheme že prostovoljno opravljajo kliring za del svojega portfelja, tudi zato, da bi se izognile temu, da bi pri dvostranskih trgovinskih poslih zanje veljala pravila o začetnih kritjih. To počnejo kot stranke klirinških članov. V nekaterih primerih pokojninske sheme uporabljajo tudi olajšan dostop do repo trgov z opravljenim kliringom, ki ga ponujajo nekatere centralne nasprotne stranke. Po podatkih, ki jih je ESMA sporočila nizozemska nacionalna

5 V EU je tak model vzpostavil Eurex Clearing, po možnosti tudi v povezavi z „olajšanim dostopom“ do izvenborznega trga z opravljenim kliringom. Kolikor je Komisiji znano, je tudi LCH SA v postopku razvoja rešitve „olajšanega dostopa“. Glej COM(2020) 574 final.

6 Repo pogodba (repo posel) je dogovor o prodaji vrednostnih papirjev po določeni ceni v kombinaciji z dogovorom o naknadnem ponovnem odkupu teh vrednostnih papirjev po dogovorjeni ceni. Repo trg združuje podjetja, ki ponujajo izmenjavo zavarovanja s premoženjem v zameno za denarna sredstva, in podjetja, ki zagotavljajo denarna sredstva v zameno za zavarovanje s premoženjem.

7 ESMA, „Poročilo Evropski komisiji – Poročilo o rešitvah centralnega kliringa za pokojninske sheme (št. 2)“, december 2020.

8 ESMA je prejel 19 odgovorov posameznikov ali poklicnih združenj, vključno z dvema zaupnima in enim skupnim odgovorom desetih deležnikov iz sektorja pokojninskih skladov.

banka[9], so stopnje kliringa za obrestne zamenjave Euribor in Libor za nizozemske pokojninske sheme v tretjem četrtletju leta 2020 v povprečju znašale 22 % za velike pokojninske sklade (3–26 %), 25 % za srednje velike pokojninske sklade (0–46 %) in 37 % za male pokojninske sklade (0–100 %). Podatki kažejo velike razlike med podjetji. Na Danskem v skladu z analizo danske nacionalne banke danske pokojninske sheme izvajajo kliring pri centralnih nasprotnih strankah za približno 42 % svojih obrestnih izvedenih finančnih instrumentov – tudi s precejšnjimi razlikami med podjetji.

Pokojninske sheme imajo koristi od centralnega kliringa ne glede na njihovo prihodnjo obveznost. Po navedbah ESMA kot glavno prednost navajajo likvidnost, ki je značilna za produkte z opravljenim kliringom, učinkovitost izvrševanja in druge stroške. Nekateri udeleženci javnega posvetovanja so navedli, da imajo pokojninske sheme že zdaj različne stroške pri dvostranskih pogodbah in pogodbah, za katere se izvaja centralni kliring. Po njihovih navedbah ima lahko izvajanje dvostranske 30-letne obrestne zamenjave z nominalnim zneskom 50 milijonov EUR le nekoliko višje stroške kot izvajanje 30-letne obrestne zamenjave s centralnim kliringom in da je razveljavitev prve dražja.

Posvetovanje je tudi potrdilo, da je glavni izziv v zvezi s centralnim kliringom za pokojninske sheme vprašanje gibljivega kritja v denarnih sredstvih. Drugi omenjeni izzivi vključujejo stroške kliringa, ki bi bili povezani z zneskom kapitala, ki bi ga banke morale imeti v razmerju do pozicij strank v skladu s kapitalskimi pravili za banke; možnost, da klirinški člani prekinejo pogodbe s svojimi strankami v kratkem odpovednem roku[10], in težave, s katerimi se lahko soočijo pokojninske sheme, če je treba njihove velike pozicije prenesti na drugega klirinškega člana. Vendar je treba opozoriti, da so lahko v prostoru dvostranskega kliringa tudi pokojninske sheme izpostavljene neplačilu s strani svojih nasprotnih strank v poslu.

Na splošno se udeleženci posvetovanja strinjajo, da bi morala rešitev vprašanja centralnega kliringa za pokojninske sheme najti pravo ravnotežje med cilji odpornosti finančnega sistema in nenalaganjem nesorazmernih stroškov upokojencem ter bi morala biti sposobna delovati v običajnih in stresnih tržnih pogojih.

3.2 Potencialni vplivi migracije na obvezni centralni kliring

Kvantitativne informacije, ki jih je ESMA zbral z javnim posvetovanjem, zagotavljajo pregled možnega vpliva centralnega kliringa za pokojninske sheme v smislu: (i) začetnega kritja; (ii) dodelitve denarnih sredstev; (iii) zaviranja donosa in (iv) vplivov na likvidnost v primeru stresnih razmer.

i) <u>Vpliv na začetno kritje</u>

Glede na študijo iz leta 2018, ki sta jo opravili združenji ISDA in PensionsEurope, bi obveznost kliringa, ki bi zajemala nizozemske in danske pokojninske sklade, povečala

9 Na podlagi podatkov, sporočenih na podlagi EMIR.

10 Pogodbe o kliringu za stranke pogosto vsebujejo 90-dnevno klavzulo o odpovedi.

začetno kritje z opravljenim kliringom za približno 7,4 milijarde EUR, če bi bilo treba kliring opraviti le za nove posle, za 26 milijard EUR, če bi bilo treba kliring opraviti za 50 % preteklega portfelja, in za 44 milijard EUR, če bi bilo treba kliring opraviti za vse pretekle portfelje[11].

Poleg tega bi lahko centralne nasprotne stranke velike pokojninske sheme ocenile kot subjekte, ki prispevajo k velikemu tveganju, saj imajo pogosto enosmerne pozicije v poslih zamenjave. Ena od njih je ESMA obvestila, da so lahko dodatni likvidnostni pribitki na začetno kritje tako pomembni, da bi bilo mogoče razmisliti o določitvi zgornje meje števila zamenjav, za katere bi se lahko opravil kliring[12].

ii) Vpliv na dodelitev denarnih sredstev

Iztek izvzetja iz obveznosti centralnega kliringa bi lahko pokojninske sheme prisilil, da rezervirajo denarna sredstva, da se lahko odzovejo na morebitne pozive k plačilu kritja. V primeru izpostavljenosti iz naslova izvedenih finančnih instrumentov to zmanjša kreditno tveganje nasprotne stranke, hkrati pa poveča likvidnostno tveganje. V prevladujočih razmerah z nizkimi donosi postajajo imetja denarnih sredstev in drugih likvidnih sredstev vse dražja. V primeru investicijskih skladov jih je to spodbudilo k zmanjšanju takih imetij[13]. Javno posvetovanje je pokazalo, da medtem ko imajo nekateri pokojninski skladi približno 2 % sredstev v denarnih sredstvih, drugi nimajo strategije denarnih rezerv. Poročilo ESMA, ki temelji na odgovoru na javno posvetovanje, kaže, da bi morale pokojninske sheme, če bi želele izpolniti 99,8 % pozivov k plačilu gibljivega kritja, in ob predpostavki, da je 30-odstotna dodelitev denarnih sredstev na voljo v enodnevnem obdobju, 7,8 % svojega premoženja dodeliti v portfelj denarnih sredstev. Ta znesek bi narasel na 10,9 %, če bi želele izpolniti 99,95 % pozivov k plačilu gibljivega kritja, in bi se zmanjšal na 5,3 %, če bi želele izpolniti 99 % pozivov k plačilu.

iii) Potencialno zmanjšanje donosov

Dodelitev dodatnih denarnih sredstev s strani pokojninskih shem za izpolnitev potencialnih pozivov k plačilu kritja bi pomenila zmanjšanje letnih donosov. V poročilu ESMA je navedeno, da če bi morala pokojninska shema 5–10 % svojega naložbenega portfelja dodeliti v denarna sredstva, bi lahko posledično zmanjšanje letnih donosov v trenutnih razmerah z nizkimi obrestnimi merami znašalo približno 0,17–0,33 % letno (z donosi v višini približno 3,17 %)[14]. Če bi se namesto tega upoštevali pretekli donosi (po podatkih OECD v zadnjih 15 letih približno 6 % za nizozemski pokojninski sektor), bi zmanjšanje znašalo 0,3–0,6 %.

11 PensionsEurope in ISDA, „Potential demand for clearing by EU Pension Funds“ (Potencialno povpraševanje po kliringu s strani pokojninskih skladov EU), 2018.

12 ESMA, „Poročilo Evropski komisiji – Poročilo o rešitvah centralnega kliringa za pokojninske sheme (št. 2)“, december 2020.

13 ECB, „Pregled finančne stabilnosti“, maj 2020.

14 Iz odgovorov na posvetovanje ESMA.

Drugi upravitelji premoženja, ki so se odzvali na posvetovanje, so poročali, da imajo njihove stranke, ki so pokojninske sheme, že precejšnjo denarno rezervo in bi bili zato stroški financiranja začasno visokih likvidnostnih zahtev zanje zelo nizki.

V zvezi s tem je treba upoštevati tudi, da se bodo pokojninski skladi verjetno soočali z daljšim časovnim obdobjem nizkih donosov in bodo morda težko dosegali pretekle donose. Tudi če so nedavni ukrepi denarne politike centralnih bank zaustavili pomemben padec cen premoženja, se bodo pokojninski skladi srednje- in dolgoročno verjetno soočali z nižjimi obrestnimi merami. Izziv bo doseči zgodovinske donose v potencialno nestanovitnih razmerah z nizkimi obrestnimi merami. V takem scenariju lahko celo zmerno zaviranje donosa neugodno vpliva na donos za upokojence. Analiza ECB[15] na primer kaže, da če bi se v primeru zavarovateljev trenutne razmere obrestnih mer nadaljevale, se bo povprečni kuponski prihodek z 2,8 % leta 2019 zmanjšal na 1,7 % leta 2030, saj bodo zapadli vrednostni papirji z višjimi donosi. Znižale bi se naj tudi zajamčene stopnje.

iv) Vplivi na likvidnost v primeru stresnih razmer

O likvidnostnih potrebah pokojninskih shem za plačilo gibljivega kritja v scenariju izjemnih situacij na podlagi 1-odstotne spremembe obrestnih mer se je razpravljalo v prvem poročilu Komisije[16], v katerem se je poročalo o podatkih iz študije družb Europe Economics in Bourse Consult iz leta 2014 ter nedavne analize Eurosistema o tem vprašanju[17]. Povišanje obrestnih mer bi sprožilo pozive centralnih nasprotnih strank k plačilu gibljivega kritja za portfelje obrestnih zamenjav pokojninskih skladov. Eurosistem je na primeru nizozemskih pokojninskih skladov (po podatkih, ki jih ima na voljo Eurosistem, imajo približno 89 % obrestnih zamenjav pokojninskih skladov v euroobmočju) simuliral vpliv enodnevnega vzporednega premika krivulje donosa za 100 baznih točk. V simuliranem scenariju izjemnih situacij bi lahko pozivi k plačilu gibljivega kritja pri obrestnih zamenjavah, ki jih imajo nizozemski pokojninski skladi, znašali od 36 do 47 milijard EUR, kar bi povzročilo skupni primanjkljaj denarnih sredstev v višini od 6 do 15 milijard EUR (za pokojninske sklade v celotnem euroobmočju bi ta znesek lahko znašal do 17 milijard EUR). Po višji oceni 55 % nizozemskih pokojninskih skladov ne bi imelo dovolj denarnih sredstev, da bi pokrilo svoje pozive k plačilu gibljivega kritja. Primanjkljaj bi bil skoncentriran v majhnem številu skladov s sorazmerno nizkimi plačili gibljivega kritja.

Odgovori na javno posvetovanje ESMA v zvezi s tem kažejo, da bi v primeru scenarija spremembe obrestnih mer za 100 bazičnih točk zahteva po gibljivem kritju v denarnih sredstvih znašala približno 95 milijard EUR za vse nizozemske, danske in irske pokojninske sheme, ki uporabljajo zamenjave.

15 ECB, „Pregled finančne stabilnosti“, maj 2020.
16 COM(2020) 574 final z dne 23. septembra 2020.
17 ECB, „Pregled finančne stabilnosti“, maj 2020.

Med nedavnimi tržnimi pretresi zaradi COVID-19 so se dnevni pozivi k plačilu gibljivega kritja za izpostavljenosti iz naslova izvedenih finančnih instrumentov skladov povečali za petkrat[18]. Na primeru investicijskih skladov in na podlagi delnega poročanja o gibljivem kritju v podatkih v okviru EMIR so se dnevni pozivi k plačilu gibljivega kritja za sklade v euroobmočju povečali s približno 2 milijard EUR v prvi polovici februarja 2020 na več kot 10 milijard EUR v začetku tedna 16. marca 2020. Največji porast – za približno 6,5-krat – je bil zabeležen pri portfeljih, sestavljenih iz lastniških izvedenih finančnih instrumentov, ki so jim sledili obrestni izvedeni finančni instrumenti (petkratno povečanje) – ki jih imajo najpogosteje pokojninske sheme – in valutni portfelji (štirikratno povečanje). Obstajajo dokazi, da so nekateri zavarovatelji in pokojninski skladi v euroobmočju likvidirali delnice v skladih denarnega trga, da bi izpolnili zahteve pozivov k plačilu kritja.

Zdi se, da se je precejšnje število investicijskih skladov v euroobmočju spoprijemalo z likvidnostnimi pritiski zaradi visokih pozivov k plačilu kritja, vendar so jih na splošno lahko izpolnili[19]. Znižanje obrestnih mer in programi nakupa obveznic pri centralnih bankah so prispevali k zaščiti udeležencev na trgu, vključno s pokojninskimi skladi, pred nekaterimi najhujšimi morebitnimi vplivi krize. Poleg tega se zdi, da so lahko skladi med pretresom zbrali denarna sredstva s sodelovanjem v repo poslih, prodajo sredstev (npr. delnic skladov denarnega trga) ali črpanjem kreditnih linij. Kot je razvidno iz prvega poročila Komisije, se je poročalo o težavah pri dostopu do likvidnosti za pokojninske sklade.

V zgornji analizi bi ob predpostavki, da bi si pokojninske sheme lahko svoje dodatne potrebe po denarnih sredstvih v oblikovanem scenariju izjemnih situacij zagotovile prek repo trga, likvidnostne potrebe pokojninskih shem v euroobmočju ostale majhne v primerjavi z zneskom neporavnanih repo poslov (približek velikosti evropskega repo trga). Neporavnani povratni repo posli so decembra 2019 znašali približno 1,9 bilijona EUR. Ob predpostavki, da so potrebe po izposojanju drugih pokojninskih shem v euroobmočju podobne potrebam nizozemskih pokojninskih shem, bi potrebe po izposojanju denarnih sredstev za vse pokojninske sheme v euroobmočju verjetno ostale pod 2 % skupnih neporavnanih povratnih repo poslov[20].

Po navedbah ESMA in kot poroča tudi Združenje mednarodnih kapitalskih trgov (ICMA)[21], se je repo trg EU večinoma dobro obdržal v času pretresov na trgu zaradi COVID-19. Kljub temu so se repo trgi na vrhuncu krize februarja/marca spoprijemali z nekaterimi neugodnimi razmerami, saj se je povpraševanje po repo poslih povečalo, zmožnost trgovcev, da bi to povpraševanje obvladovali, pa je bila razmeroma

18 ECB, „Pregled finančne stabilnosti“, maj 2020.

19 ECB, „Pregled finančne stabilnosti“, maj 2020.

20 COM(2020) 574 final z dne 23. septembra 2020.

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

omejena[22]. To je morda omejilo možnosti številnih podjetij za dostop do repo trga, ki je bil potreben za upravljanje likvidnosti in zavarovanj s premoženjem znotraj enega dne. Po nekaterih virih je nelikvidni denarni trg oslabil posredovanje pri likvidnosti od bančnih do nebančnih subjektov[23]. Na splošno, kot je poročal ESMA, so repo posli z opravljenim kliringom v času krize delovali učinkovito in uspešno, kar je zagotavljalo neprekinjen dostop do izvedenih finančnih instrumentov – čeprav ne brez povečanega števila pozivov k plačilu kritja.

V prihodnosti bodo repo trgi verjetno še naprej imeli osrednjo vlogo pri reševanju izziva glede centralnega kliringa, vendar udeležba pokojninskih skladov na repo trgih v Evropi ostaja nizka, zlasti v primerjavi z ZDA[24].

3.3 Pobude, predlagane v okviru javnega posvetovanja

Za spodbujanje napredka pri centralnem kliringu za pokojninske sheme so udeleženci javnega posvetovanja predlagali nekaj pobud, kot je razvidno iz poročila ESMA. Te pobude so namenjene predvsem izboljšanju rešitev, ki jih pokojninske sheme trenutno uporabljajo za centralni kliring, tj. kliring za stranke in modeli olajšanega dostopa centralnih nasprotnih strank. To dvoje je opredeljeno kot osi, na kateri bi se morali osredotočiti naslednji koraki tega dela.

V zvezi s kliringom za stranke prispevki, vključeni v poročilo ESMA, in razprave znotraj strokovne skupine Komisije kažejo, da bi bilo koristno izboljšati zmožnost klirinških članov, da svojim neposrednim strankam zagotovijo storitve preoblikovanja zavarovanja s premoženjem, da se tako izboljša dostop pokojninskih shem do likvidnosti, ko je to potrebno. Banke so v dobrem položaju, da olajšajo preoblikovanje zavarovanja s premoženjem, in to počnejo že dolgo.

Kot je navedeno v poročilu ESMA, so banke poudarile nekatere omejitve, ki njim in pokojninskim shemam otežujejo podpiranje obveznosti kliringa za pokojninske sheme: te se nanašajo zlasti na količnik finančnega vzvoda, tveganju prilagojena sredstva in financiranje. Kot je razvidno iz poročila ESMA, ki temelji na javnem posvetovanju, bi ugodnejša obravnava kapitala za repo posle/povratne repo posle pripomogla k spodbujanju repo dejavnosti.

Kar zadeva modele olajšanega dostopa, ki jih ponujajo centralne nasprotne stranke, nekatere velike pokojninske sheme te načine že uporabljajo za dostop do repo trga z opravljenim kliringom. Po mnenju centralnih nasprotnih strank, ki so sodelovale v javnem posvetovanju, bi bila za tako rešitev potrebna jasno sporočilo regulatorjev v

22 Združenje mednarodnih kapitalskih trgov, „The European repo market and the Covid-19 crisis“ (Evropski repo trg in kriza zaradi COVID-19), april 2020.

23 D'Avernas, A., Vandeweyer, Q., in Darracq Pariès, M. (2020), „Unconventional monetary policy and funding liquidity risk“ (Nekonvencionalna denarna politika in financiranje likvidnostnega tveganja), serija delovnih dokumentov št. 2350.

24 Eurex, „Derivatives markets after the Covid-19 crisis - A review of the Digital Derivatives Forum“ (Trgi izvedenih finančnih instrumentov po krizi zaradi Covid-19 – Pregled foruma za digitalne izvedene finančne instrumente), 2020.

obliki regulativnih sprememb in jasen končni datum za izvzetje iz obveznosti kliringa za pokojninske sheme, da bi bila taka rešitev širše sprejeta. Nekateri upravitelji premoženja z velikimi pokojninskimi shemami kot strankami so poročali, da so tovrstni modeli spodbudna možnost, nekateri udeleženci posvetovanja pa so opozorili na zanesljivost repo trgov EU z opravljenim kliringom v preteklih letih v smislu razpoložljive likvidnosti, tudi v času stresnih razmer. Potrebne bi bile nekatere nadaljnje operativne izboljšave takih rešitev centralnih nasprotnih strank, da bi se bolje zadovoljile potrebe pokojninskih shem: na strani centralnih nasprotnih strank je iz posvetovanja razvidno, da je nadaljnje izboljšave mogoče predvideti.

Udeleženci posvetovanja so tako predlagali številne regulativne ukrepe. V poročilu ESMA so navedeni zlasti naslednji predlogi deležnikov:

- ugodnejša obravnava repo poslov/povratnih repo poslov v okviru količnika finančnega vzvoda;
- ponovno umerjena metodologija za izračun količnika finančnega vzvoda, da se prepreči, da bi banke olepšano prikazovale stanje v določenih rokih poročanja med letom[25];
- razmislek o določitvi posebne kategorije izpostavljenosti do pokojninskih skladov z zmanjšanimi utežmi tveganja (kar bolje odraža njihovo visoko kreditno sposobnost);
- posebna obravnava vloge klirinških agentov (bank, ki pokojninskim shemam omogočajo dostop do centralnih nasprotnih strank v okviru modelov olajšanega dostopa) v bančnih predpisih;
- razmislek o dodelitvi enake preferencialne obravnave v okviru Solventnosti II, ki je na voljo klirinškim članom v skladu z uredbo o kapitalskih zahtevah, pokojninskim shemam in zavarovalnicam, ki so neposredne članice centralnih nasprotnih strank, v okviru modelov olajšanega dostopa;
- druge regulativne spremembe v zvezi s KNPVP in alternativnimi investicijskimi skladi, katerih namen je spodbuditi centralni kliring za kupca.

Poleg tega je ESRB podal predloge za izboljšanje okvira likvidnostnega tveganja, tudi za pokojninske sheme, tako da je v nekaterih primerih določil tudi poseben likvidnostni blažilnik.

4. ZAKLJUČEK

V skladu z EMIR Refit se izvzetje iz obveznosti centralnega kliringa izteče junija 2021, Evropska komisija pa ga lahko z delegiranimi akti podaljša dvakrat, vsakič za eno leto.

Splošno analizo Evropske komisije o glavnih vprašanjih, povezanih s centralnim kliringom za pokojninske sheme, kot je bilo poudarjeno v prvem poročilu, izdanem septembra 2020, večinoma potrjujejo rezultati javnega posvetovanja ESMA. To posvetovanje je prineslo tudi nekaj dodatnih kvantitativnih vpogledov.

25 V zvezi s tem je treba opozoriti, da so Baselski odbor za bančni nadzor in organi EU nedavno sprejeli ukrepe za reševanje tega vprašanja s povečanjem zahtev glede razkritja količnika finančnega vzvoda. Te določbe bodo banke EU začele uporabljati od junija 2021.

V zadnjih letih je bil dosežen napredek pri centralnemu kliringu za pokojninske sheme, in kot je bilo poudarjeno, pokojninske sheme dejansko prostovoljno delno prehajajo na centralni kliring. To je tudi rezultat različnih regulativnih in tržnih sil.

Vendar Komisija v zvezi z nadaljnjim doseganjem vzdržnega sistema centralnega kliringa za pokojninske sheme meni, da bi bilo treba izvzetje pokojninskih shem podaljšati iz več razlogov. Prvič, zagotavljalo bi možnost nadaljnjih izboljšav modelov olajšanega dostopa centralnih nasprotnih strank. Drugič, omogočilo bi poglobljeno oceno primernosti in izvedljivosti uvedbe morebitnih regulativnih sprememb, ki bi lahko podprle rešitve za obvezni centralni kliring. Tretjič, omogočilo bi dovršene alternativne rešitve, saj bi lahko bili denarni trgi še vedno nestanovitni, ko se začenjajo kazati gospodarske posledice pandemije COVID-19. Dopustiti, da se izvzetje iz obveznosti centralnega kliringa za pokojninske sheme izteče junija 2021, se zdi prenagljeno, zlasti ker se lahko še vedno pojavijo pomisleki glede razpoložljivosti likvidnosti v sistemu, da se zadovolji povpraševanje po gibljivem kritju. Nazadnje je podaljšanje v skladu z nasveti, ki jih je ESMA zagotovil v sodelovanju z EBA, EIOPA in ESRB.

Zato Komisija predlaga sprejetje delegiranega akta, s katerim bi se podaljšalo izvzetje iz obveznosti centralnega kliringa do junija 2022.

V prihodnjih mesecih bo GD FISMA še naprej podrobneje preučeval in ocenjeval različne rešitve in predloge deležnikov v sektorju v sodelovanju s posebno strokovno skupino in ustreznimi službami Komisije.