EVROPSKA
KOMISIJA

Bruselj, 3.2.2015
COM(2015) 39 final

POROČILO KOMISIJE EVROPSKEMU PARLAMENTU IN SVETU

v skladu s členom 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 za oceno napredka in prizadevanj CNS pri razvoju tehničnih rešitev glede prenosa negotovinskega zavarovanja kot gibljivega kritja v okviru pokojninskih shem ter morebitne potrebe po ukrepih za omogočanje take rešitve

1. UVOD

Uredba (EU) št. 648/2012 o izvedenih finančnih instrumentih OTC, centralnih nasprotnih strankah in repozitorijih sklenjenih poslov (uredba o infrastrukturi evropskega trga) je bila v Uradnem listu Evropske unije objavljena 27. julija 2012, veljati pa je začela 16. avgusta 2012.

V skladu z uredbo o infrastrukturi evropskega trga bo za izvedene finančne instrumente OTC, ki so standardizirani (tj. izpolnjujejo vnaprej določena merila za upravičenost), vključno z visoko ravnijo likvidnosti, veljala obveznost centralnega kliringa, kliring pa se mora opraviti prek centralnih nasprotnih strank (CNS).

CNS so subjekti, ki posredujejo med dvema nasprotnima strankama transakcije ter delujejo kot „kupec za vsakega prodajalca“ in kot „prodajalec za vsakega kupca“. CNS kot nasprotna stranka pri vsaki poziciji nosi kreditno tveganje nasprotne stranke, če ena od nasprotnih strank ne izpolni svojih obveznosti.

CNS so zasnovane tako, da vzdržijo neplačilo klirinškega člana ali stranke predvsem z uporabo pogostih in zadržanih zahtev glede zavarovanja s premoženjem ali zahtev po kritju, izračunanih tako, da krijejo morebitne izgube ob neplačilu. CNS kot zavarovanje s premoženjem sprejemajo le visoko likvidna sredstva, v glavnem denarna, da izpolnijo pozive k doplačilu gibljivega kritja, kar v primeru neplačila omogoča hitro likvidacijo.

Pokojninske sheme[i] v številnih državah članicah so dejavni udeleženci na trgu izvedenih finančnih instrumentov OTC. Pokojninske sheme ne držijo naložb z višjim donosom, kot so vrednostni papirji, ampak ponavadi zmanjšajo svoje pozicije denarnih sredstev, da bi s tem svojim upravičencem – upokojencem – zagotovile visoke donose. CNS kot zavarovanje s premoženjem ne morejo sprejemati nedenarnih sredstev, da bi izpolnile pozive k doplačilu gibljivega kritja, zato bi morale pokojninske sheme za izpolnjevanje pozivov CNS k doplačilu kritja denarna sredstva pridobiti v kratkem roku z izposojanjem denarnih sredstev ali prodajo drugih sredstev. V okviru dvostranskih odnosov to za zdaj ne velja, saj lahko pokojninske sheme, če se kritje zahteva, svojim nasprotnim strankam v dvostranskih odnosih predložijo nedenarna sredstva. Pokojninske sheme imajo zaradi nizkih obresti na gotovinsko zavarovanje s takšnim vzdrževanjem denarnih rezerv visoke oportunitetne stroške. Če bi morale pokojninske sheme za izpolnjevanje pozivov k doplačilu gibljivega kritja predložiti denarna sredstva, bi stroški centralnega kliringa posledično zmanjšali pokojninski prihodek zadevnih upokojencev.

Komisija, Svet in Parlament so se zato dogovorili, da za pokojninske sheme, ki izpolnjujejo nekatera merila[ii] iz člena 89(1) uredbe o infrastrukturi evropskega trga, velja začasna izjema od obveznosti kliringa za obdobje treh let. Izjemo je mogoče skupaj podaljšati za največ tri leta. To prehodno obdobje je bilo izrecno določeno v

uredbi o infrastrukturi evropskega trga, da se CNS zagotovi dodaten čas za razvoj tehničnih rešitev glede prenosa negotovinskega zavarovanja za izpolnjevanje pozivov k doplačilu gibljivega kritja.

2. NAMEN POROČILA

Cilj tega poročila je v skladu s členom 85(2) uredbe o infrastrukturi evropskega trga predložiti oceno napredka in prizadevanj CNS pri razvoju tehničnih rešitev glede prenosa negotovinskega zavarovanja kot gibljivega kritja v okviru pokojninskih shem ter morebitne potrebe po ukrepih za omogočanje take rešitve.

Člen 85(2) uredbe o infrastrukturi evropskega trga določa tudi, da se v primeru, če Komisija meni, da si CNS niso primerno prizadevale za razvoj ustreznih tehničnih rešitev in da ostaja negativen učinek centralnega kliringa pogodb o izvedenih finančnih instrumentih na pokojnine bodočih upokojencev nespremenjen, nanjo prenese pooblastilo za sprejetje delegiranih aktov v skladu s členom 82, da podaljša triletno obdobje iz člena 89(1), in sicer enkrat za dve leti in enkrat za eno leto.

Da bo lahko Komisija v celoti ocenila trenutno stanje, je naročila temeljno študijo o tem, ali so si CNS primerno prizadevale za razvoj ustreznih tehničnih rešitev glede prenosa negotovinskega zavarovanja kot gibljivega kritja v okviru pokojninskih shem. Ta temeljna študija je zagotovila tudi analizo morebitnih in nadomestnih rešitev. V temeljni študiji je bil analiziran tudi učinek odstranitve izjeme, če se rešitev ne najde, pri čemer je bilo izračunano zmanjšanje pokojninskega prihodka upokojenih upravičencev zadevnih pokojninskih shem[iii].

Evropska komisija se je v skladu s členom 85(2) pri pripravi tega poročila posvetovala z Evropskim organom za vrednostne papirje in trge ter Evropskim organom za zavarovanja in poklicne pokojnine.

3. PRIZADEVANJA CNS

3.1 „REPO“ STORITEV ZA POKOJNINSKE SHEME

Za zdaj si je le ena CNS znatno prizadevala za razvoj rešitve za predložitev negotovinskih sredstev za izpolnjevanje pozivov k doplačilu gibljivega kritja.

Zadevna CNS dejavno razvija storitev (v nadaljnjem besedilu: repo storitev za pokojninske sheme[iv]), s katero bi bilo mogoče obravnavati potrebe pokojninske sheme, da za izpolnjevanje pozivov k doplačilu gibljivega denarnega kritja, ki ga zahteva, uporabi negotovinska sredstva.

Predlagana storitev bi omejenemu številu udeležencev na trgu, ki niso posredniki (vključno s pokojninskimi shemami), omogočila, da postanejo člani njene trgovalne in klirinške storitve za repo posle. V okviru repo posla ena stranka sredstvo (običajno vrednostne papirje s stalnim donosom) proda drugi stranki in se zaveže, da bo to sredstvo odkupila po dogovorjeni ceni na nek datum v prihodnosti. Sredstvo služi kot zavarovanje in blaži kreditno tveganje nasprotne stranke, ki ga ima kupec do prodajalca. Repo posli so torej način, s katerim lahko pokojninske sheme svoja obstoječa nedenarna sredstva preoblikujejo v denarna sredstva, ki jih CNS zahtevajo za izpolnjevanje pozivov k doplačilu gibljivega kritja, ter hkrati obdržijo lastništvo in, kar je ključno, dolgoročno tudi donose iz naložb sredstev. Pokojninske sheme bi v okviru predlagane repo storitve za pokojninske sheme repo posle sklenile z drugimi udeleženci na trgu, ki uporabljajo trgovalno storitev, pri tem pa bi uporabile vrednostne papirje, ki so jih pridobile v okviru svojega rednega vlaganja. Ti posli se bi izvedli na trgovalni platformi CNS za repo posle, kliring pa bi se opravil samodejno prek njene klirinške storitve. Denarna sredstva, zbrana z repo posli, bi se lahko nato predložila CNS za izpolnjevanje njenih pozivov k doplačilu gibljivega kritja. Kliring repo poslov bi opravila CNS, torej bi zmanjšala kreditno tveganje nasprotne stranke pokojninske sheme pri tem poslu.

Ta storitev bi pokojninskim shemam omogočila, da opravljajo repo posle ter hkrati centralizirajo upravljanje pozicij pri CNS in zmanjšajo morebitno preostalo kreditno tveganje nasprotne stranke v dvostranskih odnosih pri repo poslih, saj bi namesto s nasprotno stranko repo posla poslovale s CNS.

Repo storitev za pokojninske sheme je še v razvoju, zato so v tej fazi prisotna nekatera pomembna vprašanja glede izvedljivosti takšne storitve. Kot je podrobno opisano v oddelku 4.3, na trgih dvostranskih repo poslov morda ni ustrezne zmogljivosti, s katero bi si lahko pokojninske sheme v času pretresov na trgu zagotovile dovolj denarnih sredstev, potrebnih za izpolnjevanje pozivov CNS k doplačilu gibljivega kritja. Zato se postavlja vprašanje, ali se bodo trgi repo poslov z opravljenim kliringom toliko razvili, da bodo zagotovili dodatno zmogljivost, ki jo potrebujejo pokojninske sheme. Zmožnost bančnih ponudnikov likvidnih repo poslov, da iz svojih poslov odstranijo dvostranska tveganja in namesto tega poslujejo s CNS, bi lahko prinesla nižje kapitalske zahteve, ki bi lahko vplivale na povečano sklepanje repo poslov. Vendar lahko na kratko- in srednjeročni razvoj trgov repo poslov vplivajo drugi regulativni dejavniki, vključno z regulativnimi pobudami v okviru Basel III, predlaganim davkom EU na finančne transakcije ter morebitnimi načeli o obveznih odbitkih vrednosti sredstev v skladu z delovnim področjem posojanja vrednostnih papirjev in repo poslov Odbora za finančno stabilnost. Trgi repo poslov bi lahko postali manj zanimivi za ponudnike likvidnosti in bi se zato zmanjšali.

Vprašljiva je tudi zmožnost vseh ali pa morda večine pokojninskih shem, ki imajo težave pri izpolnjevanju pozivov k doplačilu gibljivega denarnega kritja, da uporabijo

to storitev. Uporabniki te storitve bodo lahko namreč do CNS dostopali le na podlagi posebnega sporazuma o članstvu za dostop, ki bi pokojninske sheme zavezoval, da prispevke plačujejo v poseben jamstveni sklad. Jamstveni sklad se ne bi uporabljal za kritje izgub drugih klirinških članov kot pri običajnih sporazumih o članstvu; iz njega bi se krile le neposredne izgube v primeru morebitnega neizpolnjevanja obveznosti same pokojninske sheme. Jamstveni sklad torej ni izpostavljen izgubam, ki jih povzroči neizpolnjevanje obveznosti drugih klirinških članov, bo pa zajemal obveznost vnaprejšnjega plačila dodatnega zavarovanja, ki morda ne bo ustrezala vsem pokojninskim shemam in njihovim upraviteljem ali skrbnikom.

V tej fazi razvoja niso znani stroški, ki bi jih pokojninske sheme imele zaradi uporabe morebitne repo storitve. Mogoče je, da bodo stroški sklepanja repo poslov z opravljenim kliringom višji od stroškov sklepanja dvostranskih repo poslov. Pokojninske sheme bodo morale namreč vzdrževati jamstveni sklad, kot je bilo opisano zgoraj, s poslom pa je povezana tudi pristojbina za kliring. Pokojninska shema bo imela tudi stroške izvajanja zaradi vzpostavitve operativnih povezav s storitvijo ter stroške s pravnimi sporazumi.

Ta morebitna storitev je še v razvoju. Izvajati naj bi se začela v prvi polovici leta 2015. Komisija bo po uvedbi storitve na trg še naprej sodelovala z zadevno CNS in pokojninskimi shemami, da bi ocenila, v kolikšnem obsegu storitev izpolnjuje potrebe pokojninskih shem.

Komisija bo z zanimanjem proučila tudi zmožnost drugih CNS, da razvijejo podobne storitve.

Predlagana storitev bo šele na voljo, zato je Komisija, da bi ugotovila, ali bi lahko CNS pokojninskim shemam predložitev nedenarnih sredstev za izpolnjevanje pozivov k doplačilu gibljivega kritja omogočile s kakšnimi drugimi ukrepi, proučila dodatne morebitne tehnične rešitve. Te rešitve so opisane v nadaljevanju. Ocenjena je izvedljivost posamezne možnosti, pri čemer so bile upoštevane povezane pravne, trgovinske, politične in praktične ovire, povezana tveganja in vsi verjetni stroški za pokojninske sheme, ki jih je bilo mogoče ugotoviti.

V temeljni študiji je bilo proučeno tudi, ali obstajajo kakšne nadomestne rešitve, ki niso del infrastrukture CNS, vendar bi pokojninskim shemam omogočile centralni kliring brez negativnega učinka na pokojninske prihodke. Te rešitve so prav tako opisane v nadaljevanju, skupaj z analizo njihove izvedljivosti.

Vsa tveganja, ki jih prinašajo tehnične ali nadomestne rešitve, je treba seveda uravnovesiti s stopnjo blaženja sistemskega tveganja, ki jo zagotavlja centralni kliring.

3.2 MOREBITNE NADOMESTNE REŠITVE

(i) Preoblikovanje zavarovanja s premoženjem, ki ga izvedejo CNS

Ta možnost bi zajemala repo storitev, ki bi jo CNS zagotavljale pokojninskim shemam in v kateri bi bila CNS glavna nasprotna stranka v repo poslu, ki bi pokojninski shemi v zameno za vrednostne papirje zagotavljala denarna sredstva. Temeljna zasnova je v tem smislu primerljiva z repo storitvijo za pokojninske sheme, ki jo, kot je bilo opisano zgoraj, razvija zadevna CNS. Vendar v tej morebitni rešitvi ni predvidena zmogljivost CNS, da oblikuje tudi ponudbo za organizirano platformo za repo posle in povezane klirinške storitve.

Da bi lahko zadevna CNS zbrala denarna sredstva, bi morala hkrati izvesti ponovni repo posel (ang. back-to-back repo) s tretjo stranko. Ta tretja stranka bi bila posredniška banka na trgu repo poslov ali centralna banka.

Vprašljivo je, ali bi bil dogovor, v katerem je centralna banka edini ponudnik likvidnosti za repo posle, za navedeno centralno banko sprejemljiv, zato je v tej razpravi predvidena rešitev, pri čemer naj bi CNS v „običajnih“ pogojih uporabila poslovne banke, centralno banko pa le v primeru slabih razmer na trgu.

Vse CNS trenutno nimajo rutinskega dostopa do instrumentov centralne banke. Nekatere CNS v EU imajo trenutno dostop do kreditov čez dan in pod določenimi pogoji do kreditov čez noč. Ta dostop pa ne bi mogel biti ustrezen za izvajanje običajnega instrumenta za preoblikovanje zavarovanja s premoženjem, ki temelji na repo poslu. CNS bi za to potrebovale vsaj dostop do instrumentov čez noč ali celo do kreditnih poslov z daljšo zapadlostjo, da bi se izognile vsakodnevni poravnavi kratkoročnih repo poslov. Zaradi tega bi bilo treba spremeniti prakso med CNS in centralnimi bankami, kar bi morale centralne banke in njihovi deležniki skrbno proučiti.

Pri tej morebitni rešitvi bi morale CNS prevzeti višjo stopnjo tveganja glede obsega repo poslov ter posledične izpostavljenosti do tveganja nasprotne stranke in tržnega tveganja. S tem se poveča sistemsko tveganje, ki ga predstavljajo CNS.

Dodatne ovire vključujejo potrebo po naložbah CNS v potrebne zmogljivosti za upravljanje trgovanja in denarnih sredstev ter operativne in pravne spremembe, zlasti pri postopkih v primeru neizpolnjevanja obveznosti, kjer bi bilo morda treba hkrati likvidirati repo posle s klirinškim članom, ki je v zaostanku z izpolnjevanjem obveznosti, in zadevne portfelje izvedenih finančnih instrumentov OTC.

(ii) Neposredno sprejemanje nedenarnih sredstev, ki se prenesejo na prejemnike gibljivega kritja

V tem primeru bi CNS pokojninskim shemam dovolile, da gibljivo kritje predložijo in prejmejo v nedenarnih sredstvih, s katerimi že upravljajo, kot so državne obveznice.

Navedena sredstva bi bila nato prenesena na nasprotno stranko v poslu, pri katerem trenutna tržna vrednost presega pogodbeno ceno (ang. in the money).

CNS bi morala v kliring ponuditi vzporedna sklopa produktov z enakimi temeljnimi ekonomskimi pogoji; za en sklop bi bilo gibljivo kritje plačano in prejeto v denarnih sredstvih, za drugega pa bi bilo predloženo in prejeto v primernih vrednostnih papirjih. S tem bi se zmanjšala likvidnost na trgu, hkrati pa bi se lahko razširilo trgovanje in zmanjšala prožnost pri prenosljivosti ali likvidaciji pozicij udeleženca, ki je v zaostanku z izpolnitvijo obveznosti, pri CNS. Pozivov po vplačilu zavarovanja s premoženjem ne bi bilo mogoče pobotati prek obeh produktov.

Pravočasna poravnava je še ena velika ovira, zaradi katere ta možnost ni izvedljiva. Udeleženci, ki bi predložili nedenarno gibljivo kritje, bi morali biti sposobni vrednostne papirje na CNS prenesti na isti dan, kot je predložen poziv po vplačilu zavarovanja s premoženjem. Vendar bi bilo to težko izvedljivo v praksi, saj poravnava na isti dan trenutno ni običajna praksa centralnih depotnih družb. Nadaljnjo težavo predstavlja dejstvo, da je mogoče vrednostne papirje izmenjati le v prenosljivih enotah. CNS bo plačane ali prejete zneske gibljivega kritja izračunala v denarnih vrednostih, zato bi morala vzpostaviti tržni običaj glede tega, kako se bodo te vrednosti pretvorile v izročljivo količino vrednostnega papirja, ki bi ga plačnik gibljivega kritja predložil, zaradi česar bi bilo treba zaokrožiti razlike ter prilagoditi denarna sredstva med CNS in klirinškimi člani.

Da bi v zvezi s tem zagotovili potrebne operativne zmogljivosti, bi imeli CNS, člani kliringa, skrbniki, upravljavci sredstev in pokojninske sheme dodatne stroške v višini več milijonov EUR.

Z vidika zakonitosti obstaja tudi dvom, ali bi prenos vrednostnih papirjev na prejemnika gibljivega kritja izpolnil zahtevo nekaterih pokojninskih shem, da nadzorujejo svoja sredstva.

(iii) Sprejemanje nedenarnih sredstev s pravicami iz zavarovanja, ki se prenesejo na prejemnike gibljivega kritja

CNS bi tako kot pri točki (ii) pokojninskim shemam dovolila, da gibljivo kritje predložijo v vrednostnih papirjih.

Vendar bi namesto prenosa vrednostnih papirjev na nasprotne stranke, ki naj bi prejele gibljivo kritje, CNS za predložene vrednostne papirje oblikovala pravice iz zavarovanja v korist prejemnika gibljivega kritja.

Pri tej rešitvi se sredstva, predložena za izpolnjevanje poziva k doplačilu gibljivega kritja, ne prenesejo na prejemnika gibljivega kritja, zato tveganje v pogodbi ni dejansko poravnano. Obstaja le pravno upravičen zahtevek, katerega vrednost se sčasoma spreminja. V primeru neplačila bi bila vrednost zahtevka negotova do

njegove likvidacije. Zaradi tega dodatnega tveganja bi morala biti cena v pogodbi drugače določena, saj bi morala biti pogodba dražja od običajnih pogodb, ki se poravnajo v denarnih sredstvih, zaradi česar pa bi ponovno prišlo do delitve produktov z opravljenim kliringom in likvidnost produkta, prilagojenega pokojninski shemi, bi bila manjša.

Pravna tveganja so prav tako ovira za tako rešitev, saj pravice iz zavarovanja niso vedno predmet enakih pravnih okvirov v vsej EU. Zaradi tega bi lahko nastala pravna negotovost glede razpleta v primeru neplačila.

(iv) Štiristransko zavarovanje pravic iz zavarovanja gibljivega kritja

To je različica predhodne rešitve, pri kateri bi vrednostne papirje upravljal skrbnik v skladu s sporazumom med njim, pokojninsko shemo, nasprotno stranko v prvotni transakciji in CNS.

V tem primeru bi pokojninske sheme kot gibljivo kritje predložile nedenarna sredstva, ne da bi jih morale preoblikovati v denarna. Zavarovanje s premoženjem bi bilo namesto tega zagotovljeno s pravicami iz zavarovanja v korist nasprotne stranke. Pokojninska shema bi upravljanje zavarovanja s premoženjem z dogovorom, uradno sklenjenim med štirimi zadevnimi strankami, tj. pokojninsko shemo, nasprotno stranko, CNS in skrbnikom, prenesla na skrbnika. Zadevna rešitev bi temeljila na obstoječih tristranskih storitvah upravljanja zavarovanja s premoženjem.

Pri tej rešitvi so prisotni enaki izzivi kot pri prejšnji, saj prinaša neporavnano kreditno tveganje nasprotne stranke, kar pa je v nasprotju s funkcijo gibljivega kritja ter lahko pri klirinških članih, nasprotnih strankah in regulatorjih sproži pomisleke.

Ponovno bi prišlo do delitve produktov ter zapletov glede likvidnosti in pobota.

(v) Preoblikovanje zavarovanja s premoženjem, ki ga izvedejo klirinški člani

Prva možnost, ki bi lahko nadomestila tehnično rešitev zadevne CNS je možnost, da pokojninske sheme denarna sredstva zberejo z izvajanjem repo poslov s svojimi klirinškimi člani, zunaj infrastrukture CNS.

Klirinški člani CNS z izvedenimi finančnimi instrumenti OTC so običajno del bančnih skupin, ki so dejavne tudi na trgu repo poslov. Klirinški člani naj bi bili torej v dobrem položaju, da lahko v zvezi s tem pokojninskim shemam, ki so njihove stranke, zagotavljajo storitve repo poslov brez naložb v nove posle. Takšno storitev bi lahko pokojninskim shemam neodvisno od njihovih imenovanih posrednikov kliringa zagotavljale tudi tretje banke.

Trgi dvostranskih repo poslov pa za zdaj niso tako veliki, da bi lahko s svojo zmogljivostjo zagotovili denarna sredstva, ki bi jih pokojninske sheme potrebovale za izpolnjevanje svojih obveznosti glede gibljivega kritja. Posredniki ne bi v nobenem primeru jamčili repo linij, v času pretresov pa bi jih lahko preklicali.

V skladu z ugotovitvami iz temeljne študije (glej zlasti oddelek 5.7.3) pa trg repo poslov ne bi prenesel skupnega povpraševanja pokojninskih shem po financiranju pozivov k doplačilu gibljivega kritja le v denarnih sredstvih zaradi velikih sprememb obrestne mere (na primer 100 bazičnih točk), pokojninske sheme pa, če bi se zanašale na trg dvostranskih repo poslov, zaradi tega ne bi imele dostopa do financiranja, ki bi ga potrebovale za izpolnjevanje pozivov k doplačilu gibljivega kritja. Posledica bi bili neplačani pozivi k doplačilu kritja, zaradi česar bi bile pokojninske sheme v neplačilu, kar bi odločilno vplivalo na druge trge.

Na podlagi tega dogovora bi bil posrednik kliringa pokojninske sheme izpostavljen posledicam zaradi neizpolnjevanja obveznosti pokojninske sheme, saj bi lahko bil pogodbeno zavezan izpolnjevanju pozivov k doplačilu gibljivega kritja v imenu pokojninske sheme, ki je njegova stranka. Posredniki kliringa so običajno banke najvišjega razreda in zato predstavljajo znatno tveganje širšemu finančnemu sistemu.

(vi) Posojanje vrednostnih papirjev agencije

Pri modelu posojanja vrednostnih papirjev agencije bi pokojninska shema tretjim strankam posodila vrednostne papirje iz svojega portfelja in od posojilojemalca prejela zavarovanje v denarnih sredstvih, ki bi ga lahko uporabila za izpolnjevanje pozivov k doplačilu gibljivega kritja.

Številne pokojninske sheme že uporabljajo posojanje vrednostnih papirjev v okviru ustaljenih operativnih in pravnih dogovorov. Vendar je zmožnost pokojninske sheme, da posoja sredstva, odvisna od potreb drugih udeležencev na trgu, da si v zadevnem času izposodijo ponujena sredstva. Na to, ali si nasprotne stranke sploh želijo izposoditi vrednostne papirje in za kakšno obdobje, pokojninske sheme nimajo vpliva. Posojanja vrednostnih papirjev zato ni mogoče šteti za zanesljiv vir financiranja. Tako kot pri predhodnem dogovoru bi lahko to tudi tukaj pomenilo neplačane pozive k doplačilu gibljivega kritja, zaradi česar bi lahko bil posrednik kliringa pokojninske sheme v neplačilu.

(vii) Zavarovani kreditni posli nefinančnih subjektov

V temeljni študiji je bilo ugotovljeno, da imajo številni poslovni subjekti v sedanjem času velike denarne rezerve in bi morda želeli sklepati zavarovane kreditne posle.

Pri tej nadomestni možnosti bi pokojninske sheme v okviru repo posla predložile vrednostne papirje in od poslovnega subjekta prejele denarna sredstva kot zavarovanje pred odkupom, podobno kot pri morebitni nadomestni rešitvi iz točke (v).

Trg za zavarovane kreditne posle med poslovnimi subjekti in pokojninskimi shemami trenutno še ni vzpostavljen in morda imajo podjetja konceptualno sredstva za zagotavljanje denarnih sredstev pokojninskim shemam za izpolnjevanje pozivov CNS k doplačilu gibljivega kritja, vendar obsega in nestanovitnosti takšnega trga ni mogoče oceniti. Pri tej možnosti se postavlja tudi vprašanje, ali bi bilo treba vzpostavitev takšnega trga regulirati ter kakšen učinek bi to imelo na stroške in dosegljivost. Te nadomestne možnosti zato ni mogoče šteti za izvedljivo.

4. SKLEPNE UGOTOVITVE

4.1 NAPREDEK IN PRIZADEVANJA CNS

Skleniti je mogoče, da CNS niso dosegle ustreznega napredka pri razvoju tehničnih rešitev glede prenosa negotovinskega zavarovanja kot gibljivega kritja, razen predlagane repo storitve za pokojninske sheme iz oddelka 3. Nobena CNS si očitno ne prizadeva za izvajanje katere od morebitnih nadomestnih rešitev, ki temeljijo na infrastrukturi in so bile analizirane v točkah od (i) do (iv) oddelka 3.2. Skleniti je mogoče, da je tako zaradi ovir, ugotovljenih v tem poročilu. CNS bi kljub temu morale še naprej iskati načine, kako bi bilo mogoče ugotovljene ovire za izvajanje morebitnih nadomestnih rešitev odstraniti v praksi.

Pomanjkanje napredka pri opredelitvi in razvoju izvedljivih rešitev je mogoče pripisati dejstvu, da tiste CNS, ki niso razvile rešitev, trenutno niso v takšnem položaju, da bi lahko zagotavljale takšne storitve, saj še ne izvajajo nobenih trgovalnih in klirinških storitev na trgih repo poslov, na podlagi katerih bi se lahko omogočilo preoblikovanje zavarovanja s premoženjem. Predvidevati je mogoče tudi, da so CNS v zadnjih dveh ali treh letih svoje vire osredotočile na usklajevanje svojih storitev z nedavno izvedenimi zahtevami iz uredbe o infrastrukturi evropskega trga ter drugimi vidiki regulativnih reform EU in mednarodnih regulativnih reform[v]. CNS so znatne vire usmerile tudi v razvijanje rešitev glede izvajanja kliringa za stranke na splošno, saj se bodo obveznosti kliringa iz uredbe o infrastrukturi evropskega trga razširile tudi na male in srednje velike udeležence na trgu (vključno s pokojninskimi shemami), ki kliringa ne morejo opraviti neposredno kot klirinški člani. Pomanjkanje prizadevanj pri razvoju tehničnih rešitev bi se lahko zato pripisalo dejstvu, da CNS na tem področju niso mogle dati prednosti novemu razvoju.

4.2 POTREBNI UKREPI

Komisija bo še naprej spremljala razvoj storitve na podlagi repo posla, ki jo je predlagala zadevna CNS, da bi lahko ocenila, ali se je ta pristop ohranil in ali se je zadevna rešitev nemoteno izvedla leta 2015, kot je bilo predvideno. Uspešno izvajanje te predlagane storitve bo odvisno tudi od nadaljnjega sodelovanja pokojninskih shem, ki so morebitne udeleženke.

Komisija bo tudi še naprej sodelovala z drugimi CNS v EU, ki opravljajo kliringe za zadevne posle z izvedenimi finančnimi instrumenti OTC (zamenjave obrestne mere in/ali inflacije), da bi ocenila, ali bi lahko zadevne CNS sprejele podobne rešitve. Kot je bilo ugotovljeno zgoraj, je lahko to odvisno od zmožnosti drugih CNS, da zagotavljajo trgovalne in klirinške storitve za repo posle ter kliringe za izvedene finančne instrumente OTC. Komisija kljub temu vse CNS v EU, in sicer v sodelovanju z njihovimi klirinškimi člani in pokojninskimi shemami, odločno poziva, naj še naprej iščejo načine, kako bi bilo mogoče odstraniti ovire, analizirane v tem poročilu, in doseči rešitve glede kliringa, ki bi pokojninskim shemam posamično ali v kombinaciji zagotovile ustrezno zmogljivost za opravljanje centralnega kliringa poslov z izvedenimi finančnimi instrumenti OTC, ki bi imel manjši učinek na njihov donos. Primerna rešitev bo pokojninskim shemam omogočila, da svoje izvedene finančne instrumente izvajajo brez stroškov, ki bi jim to preprečevali, hkrati pa svojim nasprotnim strankam in širšemu finančnemu sistemu zagotavljajo koristi centralnega kliringa.

Vendar Komisija priznava, da bodo morale pokojninske sheme, če se rešitev ne najde, najpozneje od avgusta 2018 vrednostne papirje na koncu zamenjati za denarna sredstva, da bodo lahko vzdrževale ustrezno denarno rezervo za izpolnjevanje morebitnih pozivov k doplačilu gibljivega kritja. Tudi če nobena od morebitnih nadomestnih rešitev pokojninskim shemam očitno ne ustreza v celoti, bi bilo treba poleg tega upoštevati, da bo morda treba uporabiti kombinacijo preoblikovanja zavarovanja s premoženjem. Komisija bi tudi gospodarsko panogo spodbudila, naj prouči, katere dolgoročnejše možnosti financiranja (kot so krite obveznice ali vrednostni papirji na podlagi premoženja) bi lahko bile na voljo pokojninskim shemam in bi lahko, posamezno ali v kombinaciji, tudi v času pretresov, zanesljivo zagotavljale ustrezen vir financiranja. Priznava se, da so lahko takšne možnosti financiranja odvisne od zmožnosti pokojninskih shem, da ohranijo pravni naslov in/ali nadzor nad vrednostnimi papirji, ki se zamenjujejo za denarna sredstva, za kar pa bi bila potrebna prožnost.

4.3 MOREBITNI NEGATIVNI UČINEK CENTRALNEGA KLIRINGA POGODB O IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTIH NA POKOJNINE BODOČIH UPOKOJENCEV

Če ne bi bilo na voljo izjeme od obveznosti kliringa, bi morale pokojninske sheme namesto običajnih sredstev z višjim donosom, kot so državne obveznice, držati denarne rezerve. Nadaljnje držanje negotovinskih sredstev in zanašanje na odprte trge repo poslov na ad hoc podlagi ne zagotavlja zadostne gotovosti. Kot je bilo navedeno v temeljni študiji, je največja ugotovljena ovira pri tem dejstvo, da na trgih dvostranskih repo poslov trenutno očitno ni ustrezne likvidnosti, da bi lahko zadostili potrebam pokojninskih shem v EU v času pretresov na trgu. Ta ugotovitev temelji na analizi trgov državnih obveznic v EU. V temeljni študiji je navedeno, da bi skupni poziv k doplačilu gibljivega kritja s spremembo za 100 bazičnih točk za pokojninske sheme v EU znašal 204–255 milijard EUR. Od tega bi bilo 98–123 milijard EUR (82–103 milijard GBP) povezanih s pokojninskimi shemami v Združenem kraljestvu, zlasti s sredstvi v funtih šterlingih, 106–130 milijard EUR pa bi bilo povezanih s sredstvi v eurih (in morda v kateri drugi valuti).

Tudi če bi bile pokojninske sheme edine dejavne udeleženke na teh trgih, bi skupna zahteva glede gibljivega kritja s takšno spremembo presegla očitno dnevno zmogljivost trgov repo poslov z državno obveznico Gilt Združenega kraljestva, verjetno pa bi presegla tudi zadevne dele trga repo poslov z državnimi obveznicami v EU, tj. zlasti tistega, povezanega z nemškimi državnimi obveznicami (bunds). Likvidnost repo poslov obstaja v drugih vrednostnih papirjih, ki so sicer manj likvidni, vendar še vedno zelo kakovostni, čeprav se trgi za te instrumente v času pretresov precej hitreje zmanjšajo.

Držanje denarnih rezerv za kritje morebitnih gibanj na trgu bo zmanjšalo skupni donos na naložbe v korist upokojencev, ki sodelujejo v pokojninskih shemah, to pa lahko na koncu vpliva na skupne zneske, ki jih bodo pokojninske sheme zadevnim upravičencem izplačale kot pokojninski prihodek.

V skladu z temeljno študijo bi lahko stroški zaradi prehoda z dvostranskega zavarovanja na predložitev denarnega gibljivega kritja CNS, ki bi se zahteval od pokojninskih shem, vplivali na to, da bi se odstotek pokojninskega prihodka na Nizozemskem v 40 letih skupaj zmanjšal do 3,1 %, v Združenem kraljestvu pa do 2,3 %. Skupni pričakovani učinek na pokojninske prihodke v EU v obdobju 20–40 let bi znašal do 3,66 %. To je mogoče neposredno pripisati zmanjšanju predvidenih donosov iz naložb zaradi zahteve po držanju denarnih rezerv namesto negotovinskih vrednostnih papirjev.

Ta učinek je precejšen in bo verjetno vplival na upokojence v vsej EU, poleg tega pa se lahko šteje za nesorazmernega s koristmi, pridobljenimi zaradi zahteve, da se v tej fazi za pokojninske sheme izvede kliring. Ta ugotovitev upošteva dejstvo, da bo treba

posle v vsakem primeru dvostransko zavarovati s premoženjem na podlagi načrtovanih zahtev po dvostranskem kritju iz člena 11(3) uredbe o infrastrukturi evropskega trga, s čimer se bo zmanjšalo kreditno tveganje nasprotne stranke v poslih, v katere so vključene nasprotne stranke, in to z vidika bank ter vidika pokojninskih shem.

Mogoče je, da se pokojninske sheme v zgornjem delu razpona tega učinka ne bodo odločile za zavarovanje svojih obveznosti, da bi ohranile sedanje ravni pokojninskega prihodka za upravičence. Zaradi tega bi se pojavilo tveganje izgub iz naložb zaradi nezavarovane nestanovitnosti trgov, kar bi prav tako vplivalo na zmanjšanje pokojninskih prihodkov.

Vendar je treba opozoriti, da bi lahko pogodbe brez opravljenega kliringa zaradi centralnega kliringa velike večine standardiziranih pogodb o izvedenih finančnih instrumentih OTC sčasoma postale manj likvidne. V prihodnosti bi se že s tem zmanjšala skupna razlika v stroških med pogodbami z opravljenim kliringom in tistimi brez njega.

4.4 PREDLOG DELEGIRANEGA AKTA

Komisija meni, da za zdaj ni bilo potrebnih prizadevanj za razvoj ustreznih tehničnih rešitev in da ostaja negativen učinek centralnega kliringa pogodb o izvedenih finančnih instrumentih na pokojnine bodočih upokojencev nespremenjen.

Komisija zato namerava z delegiranim aktom predlagati podaljšanje triletnega obdobja iz člena 89(1) uredbe o infrastrukturi evropskega trga za dve leti. Komisija bo še naprej spremljala stanje glede tehničnih rešitev, ki bi pokojninskim shemam omogočile, da za izpolnjevanje pozivov CNS k doplačilu gibljivega kritja predložijo nedenarna sredstva, da bi lahko tako ocenila, ali bi bilo treba to obdobje podaljšati še za eno leto.

---

[i] Kot je opredeljeno v členu 2(10) uredbe o infrastrukturi evropskega trga.

[ii] Člen 89(1) in (2) uredbe o infrastrukturi evropskega trga, izjema velja le za izvedene finančne instrumente, pri katerih je mogoče objektivno izmeriti, da zmanjšujejo naložbena tveganja, ki so neposredno povezana s finančno solventnostjo pokojninske sheme, in za primere, v katerih ima pokojninska shema težave pri izpolnjevanju zahtev glede gibljivega kritja.

[iii] Temeljna študija bo na voljo na spletišču Evropske komisije http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#maincontentSec2.

[iv] Opozoriti je treba, da storitev v razvoju ne bi bila omejena na pokojninske sheme, ampak bi jo bilo mogoče ponuditi drugim udeležencem na trgu s podobnimi potrebami.

[v] Več CNS v EU je dobilo dovoljenje in delujejo v jurisdikcijah tretjih držav.