EUROPOS
KOMISIJA

Briuselis, 2015 02 03
COM(2015) 39 final

KOMISIJOS ATASKAITA EUROPOS PARLAMENTUI IR TARYBAI

pagal 2012 m. liepos 4 d. Europos Parlamento ir Tarybos reglamento (ES) Nr. 648/2012 dėl ne biržos išvestinių finansinių priemonių, pagrindinių sandorio šalių ir sandorių duomenų saugyklų 85 straipsnio 2 dalį, kurioje įvertinama pagrindinių sandorio šalių pažanga ir pastangos ieškant techninių sprendimų, kaip pensijų sistemos įstaigos galėtų teikti negrynųjų pinigų įkaitą kaip kintamąsias garantines įmokas, taip pat poreikis numatyti šį sprendimą palengvinančias priemones

1. ĮVADAS

2012 m. liepos 27 d. *Europos Sąjungos oficialiajame leidinyje* paskelbtas Reglamentas (ES) Nr. 648/2012 dėl ne biržos išvestinių finansinių priemonių, pagrindinių sandorio šalių ir sandorių duomenų saugyklų (Europos rinkos infrastruktūros reglamentas, ERIR). Jis įsigaliojo 2012 m. rugpjūčio 16 d.

Pagal ERIR standartizuotoms ne biržos išvestinėms finansinėms priemonėms (t. y. toms, kurios atitinka iš anksto nustatytus tinkamumo kriterijus), įskaitant aukšto likvidumo lygio priemones, bus taikoma privaloma centrinės tarpuskaitos prievolė, taigi jų tarpuskaita turės būti atliekama per pagrindines sandorio šalis.

Pagrindinės sandorio šalys yra subjektai, kurie užima abiejų sandorio šalių tarpininko padėtį ir taip tampa pirkėju iš visų pardavėjų ir pardavėju visiems pirkėjams. Kadangi pagrindinė sandorio šalis yra kiekvienos pozicijos sandorio šalis, tuo atveju, jei kuri nors iš jos sandorio šalių neįvykdo įsipareigojimų, jai tenka sandorio šalies kredito rizika.

Pagrindinės sandorio šalys gali apsisaugoti nuo tarpuskaitos nario ar kliento įsipareigojimų neįvykdymo daugiausia taikydamos dažno ir konservatyvaus įkaito (arba garantinės įmokos) reikalavimus, apskaičiuojamus taip, kad įsipareigojimų neįvykdymo atveju būtų padengti visi galimi nuostoliai. Pagrindinės sandorio šalys kaip įkaitą kintamosios garantinės įmokos reikalavimams įvykdyti priima tik labai likvidų turtą, paprastai pinigus, kad įsipareigojimų neįvykdymo atveju jį būtų galima greitai likviduoti.

Daugelyje valstybių narių ne biržos išvestinių finansinių priemonių rinkose aktyviai dalyvauja pensijų sistemos įstaigos (PSĮ)[i]. Tačiau PSĮ paprastai kuo labiau sumažina savo pinigų pozicijas ir teikia pirmenybę didesnės grąžos investicijoms, kaip antai į vertybinius popierius, kad užtikrintų didelę grąžą naudos gavėjams, t. y. pensininkams. Pagrindinės sandorio šalys kaip įkaitą kintamosios garantinės įmokos reikalavimams įvykdyti priima tik piniginį turtą. Todėl, kad įvykdytų pagrindinės sandorio šalies garantinės įmokos reikalavimus, PSĮ turėtų per trumpą laiką gauti piniginių lėšų, t. y. jų pasiskolinti arba parduoti kitą turtą. Šiuo metu dvišalių santykių praktika kitokia: jei reikalaujama garantinės įmokos, pensijų sistemos įstaigos gali pateikti nepiniginį turtą savo dvišalio sandorio šalims. Toks poreikis išlaikyti pinigų atsargas PSĮ lemia dideles alternatyviąsias sąnaudas, nes už piniginį įkaitą gaunama nedaug palūkanų. Taigi, jei būtų reikalaujama, kad kintamosios garantinės įmokos reikalavimams įvykdyti PSĮ pateiktų piniginį įkaitą, pagrindinės sandorio šalies tarpuskaitos sąnaudos galiausiai sumažintų atitinkamų pensininkų pensines pajamas.

Todėl Komisija, Taryba ir Parlamentas susitarė trejus metus tarpuskaitos prievolės laikinai netaikyti PSĮ, atitinkančioms tam tikrus kriterijus[ii], kaip numatyta ERIR 89 straipsnio 1 dalyje. Išimties taikymo laikotarpį galima pratęsti iš viso dar trejiems metams. Šis pereinamasis laikotarpis aiškiai nustatytas ERIR siekiant suteikti daugiau

laiko pagrindinėms sandorio šalims parengti techninius sprendimus dėl galimybės teikti nepiniginį įkaitą kintamosios garantinės įmokos reikalavimams įvykdyti.

2. ATASKAITOS TIKSLAS

Remiantis ERIR 85 straipsnio 2 dalimi, šios ataskaitos tikslas – įvertinti pagrindinių sandorio šalių pažangą ir pastangas ieškant techninių sprendimų, kaip pensijų sistemos įstaigos galėtų teikti ne grynųjų pinigų įkaitą kaip kintamąsias garantines įmokas, taip pat poreikis numatyti šį sprendimą palengvinančias priemones.

ERIR 85 straipsnio 2 dalyje taip pat numatyta, kad tokiu atveju, jei Komisija nuspręstų, kad pagrindinės sandorio šalys nesiėmė tinkamiems techniniams sprendimams parengti būtinų pastangų ir kad išlieka neigiamas išvestinių finansinių priemonių sutarčių centrinės tarpuskaitos poveikis būsimų pensininkų pensinėms išmokoms, jai turi būti suteikti įgaliojimai pagal 82 straipsnį priimti deleguotuosius aktus, kuriais 89 straipsnio 1 dalyje nurodytas trejų metų laikotarpis būtų pratęsiamas pirmiausiai dvejiems metams, o po to dar vieniems metams.

Siekdama išsamiai įvertinti esamą padėtį, Komisija užsakė esamos padėties tyrimą dėl to, ar pagrindinės sandorio šalys ėmėsi būtinų pastangų, kad parengtų tinkamų techninių sprendimų dėl PSĮ galimybių perduoti nepiniginį įkaitą kaip kintamąją garantinę įmoką. Atliekant šį esamos padėties tyrimą taip pat pateikta galimų ir alternatyvių sprendimų analizė. Galiausiai, esamos padėties tyrimo metu analizuotas išimties panaikinimo nesant tinkamo sprendimo poveikis, apskaičiuojant, kiek sumažėtų pensinės pajamos paveiktų PSĮ pensininkams[iii].

Pagal 85 straipsnio 2 dalį Europos Komisija, rengdama šią ataskaitą, konsultavosi su Europos vertybinių popierių ir rinkų institucija ir Europos draudimo ir profesinių pensijų institucija.

3. PAGRINDINIŲ SANDORIO ŠALIŲ PASTANGOS

3.1. PENSIJŲ SISTEMOS ĮSTAIGOMS SKIRTA ATPIRKIMO SANDORIO PASLAUGA

Šiame etape tik viena pagrindinė sandorio šalis įdėjo nemažų pastangų, kad parengtų sprendimą, kaip pateikti nepiniginį turtą, siekiant įvykdyti kintamosios garantinės įmokos reikalavimus.

Ta pagrindinė sandorio šalis aktyviai rengia paslaugą (toliau – PSĮ skirta atpirkimo sandorio paslauga[iv]), kurią teikiant būtų galima patenkinti PSĮ poreikį naudoti nepiniginį turtą kintamosios garantinės įmokos reikalavimams įvykdyti.

Siūloma paslauga suteiktų galimybę ribotam skaičiui rinkos dalyvių, kurie nėra prekiautojai (įskaitant PSĮ), tapti atpirkimo sandorio prekybos ir tarpuskaitos paslaugos nariais. Pagal atpirkimo sandorį viena šalis parduoda turtą (paprastai fiksuotų pajamų vertybinius popierius) kitai šaliai ir įsipareigoja ateityje atpirkti tą turtą už sutartą kainą. Turtas naudojamas kaip įkaitas ir sumažina sandorio šalies kredito riziką, kurią pirkėjui kelia pardavėjas. Taigi atpirkimo sandoriai yra priemonė pensijų sistemos įstaigoms paversti turimą nepiniginį turtą pinigais, kurių pagrindinė sandorio šalis reikalauja, kad būtų įvykdyti kintamosios garantinės įmokos reikalavimai, kartu išlaikant nuosavybę ir – svarbiausia – ilgalaikę turto investicijų grąžą. Pagal siūlomą PSĮ skirtą atpirkimo sandorio paslaugą PSĮ sudarytų atpirkimo sandorį su kitais prekybos paslauga besinaudojančiais rinkos dalyviais, naudodamos vertybinius popierius, kuriuos jos jau turi dėl įprastos investicinės veiklos. Šie sandoriai būtų vykdomi pagrindinės sandorio šalies atpirkimo sandorių prekybos platformoje ir jų tarpuskaitą automatiškai atliktų pagrindinė sandorio šalis. Pagal atpirkimo sandorius gauti pinigai galėtų būti pateikti pagrindinei sandorio šaliai siekiant įvykdyti jos garantinės įmokos reikalavimus. Atpirkimo sandorių tarpuskaitą atliktų pagrindinė sandorio šalis, todėl ji sumažintų PSĮ dėl šio sandorio patiriamą sandorio šalies kredito riziką.

Ši paslauga suteiktų galimybę PSĮ vykdyti atpirkimo sandorius ir kartu centralizuoti pozicijų valdymą per pagrindinę sandorio šalį bei sumažinti bet kokią likutinę dvišalę sandorio šalies kredito riziką, susijusią su atpirkimo sandoriais, nes turėtų reikalų su pagrindine sandorio šalimi, o ne su atpirkimo sandorio šalimi.

Kadangi PSĮ skirta atpirkimo sandorio paslauga dar rengiama, šiuo etapu išlieka svarbių klausimų dėl tokios paslaugos perspektyvumo. Kaip išsamiai nurodyta 4.3 skirsnyje, manoma, kad dvišalės atpirkimo sandorių rinkos gali būti nepakankamai pajėgios nepalankiomis rinkos sąlygomis užtikrinti PSĮ galimybę gauti pinigų, reikalingų pagrindinės sandorio šalies kintamosios garantinės įmokos reikalavimams įvykdyti. Todėl būtina kelti klausimą, ar atpirkimo sandorių, kurių tarpuskaita atliekama, rinkos raida bus tokia, kad būtų užtikrintas PSĮ būtinas papildomas pajėgumas. Bankų, kurie yra likvidumo teikėjai pagal atpirkimo sandorius, gebėjimas iš savo sandorių pašalinti dvišalę riziką ir turėti reikalų su pagrindine sandorio šalimi, gali lemti mažesnius kapitalo reikalavimus, o tai paskatintų aktyviau sudaryti atpirkimo sandorius. Tačiau trumpuoju ir vidutinės trukmės laikotarpiu atpirkimo sandorių rinkos raidai įtakos gali turėti kiti reguliavimo veiksniai, įskaitant reguliavimo iniciatyvas pagal sistemą „Bazelis III“, taip pat siūlomą ES finansinių sandorių mokestį, ir galimi privalomo turto vertės sumažinimo principai, kuriuos paskelbė Finansinio stabilumo tarybos darbo grupė vertybinių popierių skolinimo ir

atpirkimo sandorių klausimais. Gali būti, kad atpirkimo sandorių rinkos taps ne tokios patrauklios likvidumo teikėjams, todėl jos gali susitraukti.

Be to, kyla abejonių, ar visos (ar netgi dauguma) PSĮ, kurios turi sunkumų pinigais įvykdyti kintamosios garantinės įmokos reikalavimus, galės pasinaudoti šia paslauga. Taip yra todėl, kad paslauga besinaudojantys dalyviai turės naudotis pagrindinės sandorio šalies paslaugomis pagal specialų narystės susitarimą, kuriuo PSĮ būtų įpareigotos teikti įnašus į specialų įsipareigojimų neįvykdymo fondą. Tas įsipareigojimų neįvykdymo fondas nebūtų naudojamas kitų tarpuskaitos narių nuostoliams padengti, kaip tai numatyta įprastuose narystės susitarimuose; jis būtų naudojamas tik tiesioginiams nuostoliams dėl galimo pačios PSĮ įsipareigojimų neįvykdymo padengti. Todėl jam negresia nuostoliai dėl kitų įsipareigojimų nevykdančių tarpuskaitos dalyvių. Tačiau bus numatytas įpareigojimas iš anksto pateikti papildomą užtikrinimo priemonę, ir jis gali būti priimtinas ne visoms PSĮ ir jų valdytojams ar patikėtiniams.

Galiausiai, šiame raidos etape nežinoma, kokios būtų PSĮ naudojimosi galima atpirkimo sandorio paslauga sąnaudos. Gali būti, kad atpirkimo sandorių, kurių tarpuskaita atliekama, sudarymo sąnaudos bus didesnės už dvišalių atpirkimo sandorių sudarymo sąnaudas. Taip yra todėl, kad PSĮ turės teikti įnašus į įsipareigojimų neįvykdymo fondą, kaip aprašyta pirmiau, ir sumokėti su sandoriu susietą tarpuskaitos mokestį. PSĮ taip pat turės įgyvendinimo sąnaudų, kad užtikrintų operacines sąsajas su paslaugos teikėju ir sudarytų teisinius susitarimus.

Ši galima paslauga dar rengiama. Ją planuojama pradėti teikti 2015 m. pirmą pusmetį. Komisija ir toliau palaikys ryšius su atitinkama pagrindine sandorio šalimi ir pensijų sistemos įstaigomis, kai paslauga bus pateikta rinkai, kad įvertintų jos galimybes patenkinti PSĮ poreikius.

Komisija taip pat suinteresuota išnagrinėti kitų pagrindinių sandorio šalių galimybes parengti panašias paslaugas.

Kadangi siūloma paslauga dar nepradėta teikti, Komisija nagrinėjo kitus galimus techninius sprendimus, siekdama nustatyti, ar yra kitų priemonių, kurių pagrindinės sandorio šalys galėtų imtis, kad suteiktų galimybę PSĮ pateikti nepiniginį turtą kintamosios garantinės įmokos reikalavimams įvykdyti. Šie galimi techniniai sprendimai išvardyti toliau. Kiekvienos galimybės perspektyvumas įvertinamas atsižvelgiant į susijusias teisines, komercines, politines ir praktines kliūtis, susijusią riziką ir bet kokias tikėtinas PSĮ sąnaudas, kurias galima nustatyti.

Esamos padėties tyrimo metu taip pat nagrinėta, ar yra alternatyvių sprendimų, kaip PSĮ galėtų naudotis centrine tarpuskaita nenaudojant pagrindinės sandorio šalies infrastruktūros, kad nebūtų neigiamo poveikio pensinėms pajamoms. Šie alternatyvūs sprendimai ir jų perspektyvumo analizė taip pat pateikiami toliau.

Be abejo, bet kokią riziką, atsiradusią dėl techninių ar alternatyvių sprendimų, reikės palyginti su sisteminės rizikos mažinimo nauda, kurią užtikrina pagrindinės sandorio šalies tarpuskaita.

3.2. GALIMI ALTERNATYVŪS SPRENDIMAI

(i) Pagrindinių sandorio šalių atliekamas įkaito transformavimas

Tai būtų pagrindinių sandorio šalių pensijų sistemos įstaigoms siūloma atpirkimo sandorio paslauga, kurią teikiant pagrindinė sandorio šalis būtų pagrindinė atpirkimo sandorio šalis ir pensijų sistemos įstaigai teiktų pinigus mainais už vertybinius popierius. Pagrindinė koncepcija panaši į PSĮ skirtos atpirkimo sandorio paslaugos, kurią rengia pirmiau minėta pagrindinė sandorio šalis, koncepciją. Tačiau pagal šį galimą sprendimą nedaroma prielaida, kad pagrindinė sandorio šalis taip pat galės pasiūlyti organizuotą atpirkimo sandorių prekybos platformą ir susijusią tarpuskaitos paslaugą.

Atitinkama pagrindinė sandorio šalis tuo pačiu metu turėtų įvykdyti kompensacinį atpirkimo sandorį su trečiąja šalimi, kad gautų piniginių lėšų. Ši trečioji šalis būtų bankas tarpininkas atpirkimo sandorių rinkoje arba centrinis bankas.

Kyla abejonių dėl to, ar susitarimas, pagal kurį centrinis bankas būtų vieninteli atpirkimo sandorio likvidumo teikėjas, būtų priimtinas tam centriniam bankui, todėl šioje diskusijoje daroma prielaida, pagal kurią pagrindinė sandorio šalis numato normaliomis sąlygomis naudotis komercinių bankų paslaugomis, o centrinio banko paslaugomis naudotųsi tik esant nepalankioms rinkos sąlygoms.

Šiuo metu ne visos pagrindinės sandorio šalys nuolat turi prieigą prie centrinių bankų priemonių. Tam tikros ES pagrindinės sandorio šalys šiuo metu turi galimybę gauti dienos kreditą ir – tam tikromis apibrėžtomis sąlygomis – vienos nakties kreditą. Tačiau ši galimybė gali netikti standartinei įkaito transformavimo priemonei, pagrįstai atpirkimo sandoriu, įgyvendinti. Tam pagrindinei sandorio šaliai bent reikėtų turėti galimybę naudotis vienos nakties priemonėmis ar net ilgesnių terminų kredito operacijomis, kad išvengtų kasdienio trumpo termino atpirkimo sandorių refinansavimo. Dėl to pasikeistų pagrindinių sandorio šalių ir centrinių bankų praktika, ir tą pasikeitimą centriniai bankai ir jų akcininkai turėtų atidžiai apsvarstyti.

Pasirinkus šį galimą sprendimą pagrindinės sandorio šalys prisiimtų didesnę riziką, susijusią su atpirkimo sandorių apimtimi ir atitinkama sandorio šalies ir rinkos rizikos pozicija. Savo ruožtu dėl to padidėtų pagrindinių sandorio šalių keliama sisteminė rizika.

Papildomos kliūtys – tai poreikis pagrindinei sandorio šaliai investuoti į būtiną prekybos ir iždo valdymo pajėgumą, taip pat veiklos ir teisiniai pokyčiai, visų pirma susiję su įsipareigojimų neįvykdymo procedūromis tuo atveju, kai atpirkimo sandorius

su įsipareigojimų nevykdančiu tarpuskaitos nariu gali reikėti likviduoti tuo pat metu kaip ir paveiktus ne biržos išvestinių finansinių priemonių portfelius.

(ii) Tiesioginis nepiniginio turto priėmimas numatant perdavimą kintamosios garantinės įmokos gavėjams

Šiuo atveju pagrindinė sandorio šalis leistų PSĮ pateikti ir gauti kintamąją garantinę įmoką nepiniginio turto, kurį ji jau turi (pvz., vyriausybės obligacijų) pavidalu. Tuomet tas turtas būtų perduotas sandorio šaliai, kurios pozicija yra kreditas.

Pagrindinė sandorio šalis turėtų siūlyti lygiagrečiai atlikti dviejų produktų rinkinių, kurių esminės ekonominės sąlygos vienodos, tarpuskaitą: vienam rinkiniui garantinė įmoka būtų mokama ir gaunama pinigais, o kitam pateikiama ir gaunama nurodytais tinkamais vertybiniais popieriais. Dėl to sumažėtų rinkos likvidumas, taip pat tikėtina, kad padidėtų prekybos skirtumai (angl. *trading spreads*) ir sumažėtų galimybės pagrindinei sandorio šaliai lanksčiai perduoti ar likviduoti įsipareigojimų nevykdančio dalyvio pozicijas. Taip pat nebūtų galimybės atlikti tų dviejų produktų įkaitų pareikalavimų užskaitą.

Atsiskaitymas laiku – dar viena esminė kliūtis, trukdanti perspektyviai įgyvendinti šią pasirinkimo galimybę. Nepiniginę kintamąją garantinę įmoką pateikiantys dalyviai privalėtų perleisti vertybinius popierius pagrindinei sandorio šaliai tą pačią dieną, kurią pareikalaujama įkaito. Tačiau praktiškai tai padaryti būtų sunku, nes šiuo metu atsiskaitymas tą pačią dieną nėra įprasta centrinių vertybinių popierių depozitoriumų praktika. Kita problema yra ta, kad pasikeisti galima tik perleidžiamaisiais vertybinių popierių vienetais. Kadangi pagrindinė sandorio šalis mokėtinas ir gautinas kintamosios garantinės įmokos sumas apskaičiuos piniginėmis vertėmis, pagrindinė sandorio šalis turėtų nustatyti rinkos taisykles, kaip šios vertės turi būti konvertuojamos į pristatytiną bet kokių vertybinių popierių, kuriuos kintamosios garantinės įmokos mokėtojas pasirinks pateikti, kiekį, ir dėl to atsiras apvalinimo skirtumų ir piniginių koregavimų tarp pagrindinės sandorio šalies ir tarpuskaitos narių.

Be to, pagrindinių sandorio šalių, tarpuskaitos narių, depozitoriumų, turto valdytojų ir PSĮ išlaidos tam, kad būtų užtikrintas operacinis pajėgumas šioje srityje, siektų kelis milijonus eurų.

Kalbant apie teisėtumą, taip pat kyla abejonių, ar perleidžiant vertybinius popierius kintamosios garantinės įmokos gavėjui būtų įvykdytas tam tikrų PSĮ reikalavimas išlaikyti savo turto kontrolę.

(iii) Nepiniginio turto priėmimas numatant teisės į užtikrinimo priemones perdavimą kintamosios garantinės įmokos gavėjams

Pagrindinė sandorio šalis vėlgi leistų PSĮ pateikti kintamąją garantinę įmoką vertybinių popierių pavidalu, kaip tai numatyta pagal ii punktą.

Tačiau, užuot perdavusi vertybinius popierius sandorio šalims, kurios turi gauti kintamąją garantinę įmoką, pagrindinė sandorio šalis kintamosios garantinės įmokos gavėjo naudai sukurtų teisę į užtikrinimo priemones, susijusią su pateiktais vertybiniais popieriais.

Pasirinkus šį sprendimą kintamosios garantinės įmokos reikalavimams įvykdyti pateiktas turtas neperduodamas kintamosios garantinės įmokos gavėjui, taigi sutarties rizika nėra faktiškai sureguliuota. Tiesiog egzistuoja teisėtas reikalavimas, kurio vertė ilgainiui kis. Įsipareigojimų neįvykdymo atveju reikalavimo vertė būtų neaiški iki jo likvidavimo. Dėl šios papildomos rizikos reikėtų kitaip nustatyti sutarties kainą, ir ji gali būti didesnė nei įprastų sutarčių atveju, kai atsiskaitoma pinigais, todėl produktai, kurių tarpuskaita vykdoma, vėlgi būtų skaidomi į grupes ir sumažėtų PSĮ reikmėms pritaikyto produkto likvidumas.

Teisinė rizika taip pat yra šio sprendimo kliūtis, nes teisėms į užtikrinimo priemones visoje ES ne visuomet taikoma ta pati teisinė sistema. Tai gali lemti teisinį netikrumą dėl to, kas atsitiktų įsipareigojimų neįvykdymo atveju.

(iv) Keturšalis įkaitas, pateikiamas kaip teisė į užtikrinimo priemones kintamosios garantinės įmokos reikalavimams įvykdyti

Šis sprendimas – ankstesnio sprendimo variantas, numatant, kad vertybinius popierius saugotų depozitoriumas pagal susitarimą, kurį sudarytų jis pats, PSĮ, pradinio sandorio šalis ir pagrindinė sandorio šalis.

Toks susitarimas suteiktų galimybę PSĮ kaip kintamąją garantinę įmoką pateikti nepiniginį turtą, kurio nereikėtų paversti pinigais. Įkaitas būtų pateikiamas sandorio šalies teisės į užtikrinimo priemones pavidalu. PSĮ perduotų savo įkaito valdymą depozitoriumui pagal susitarimą, kurį oficialiai sudarytų keturios dalyvaujančios šalys: PSĮ, sandorio šalis, pagrindinė sandorio šalis ir depozitoriumas. Sprendimas būtų paremtas esamomis trišalėmis įkaito valdymo paslaugomis.

Šis sprendimas susijęs su tomis pačiomis problemomis kaip ir pirmiau aptartas sprendimas, nes išlieka sandorio šalies kredito rizika, o tai prieštarauja kintamosios garantinės įmokos paskirčiai ir gali kelti susirūpinimą tarpuskaitos nariams, sandorio šalimis ir reguliavimo institucijoms.

Dėl to produktai vėlgi būtų skaidomi į grupes ir kiltų likvidumo ir užskaitos problemų.

(v) Tarpuskaitos narių atliekamas įkaito transformavimas

Ši pirma techninio sprendimo, susijusio su pagrindine sandorio šalimi, alternatyva – galimybė PSĮ gauti piniginių lėšų vykdant atpirkimo sandorius su savo tarpuskaitos nariais, nenaudojant pagrindinės sandorio šalies infrastruktūros.

Pagrindinių sandorio šalių, atliekančių ne biržos išvestinių finansinių priemonių tarpuskaitą, tarpuskaitos nariai paprastai priklauso bankų grupėms, kurios taip pat aktyviai veikia atpirkimo sandorių rinkoje. Tai reiškia, kad tarpuskaitos nariai greičiausiai turi galimybę siūlyti atpirkimo sandorių paslaugas PSĮ klientams šiuo tikslu, ir tam nereikia investicijų į naujas verslo funkcijas. Tokią paslaugą PSĮ taip pat galėtų teikti trečiosios šalies bankas, nepriklausomai nuo paskirtų tarpuskaitos tarpininkų.

Tačiau, atsižvelgiant į dabartinių dvišalių atpirkimo sandorių rinkų dydį, jų pajėgumas teikti pinigines lėšas, kurių PSĮ reikėtų kintamosios garantinės įmokos įsipareigojimams įvykdyti, gali būti nepakankamas. Bet kuriuo atveju atpirkimo sandorių linijos nėra garantuotos tarpininkų ir nepalankiomis sąlygomis gali būti atšauktos.

Remiantis esamos padėties tyrimo išvadomis (visų pirma žr. 5.7.3 punktą), atpirkimo sandorių rinka nebūtų pajėgi patenkinti bendros PSĮ, siekiančių vien pinigais finansuoti kintamosios garantinės įmokos reikalavimus, paklausos didelių palūkanų normos pasikeitimų atveju (pvz., 100 bazinių punktų), ir atitinkamai PSĮ neturėtų galimybės gauti finansavimo, būtino kintamosios garantinės įmokos reikalavimams įvykdyti, jeigu jos pasikliautų dvišalėmis atpirkimo sandorių rinkomis. Dėl to pareikalautos garantinės įmokos nebūtų sumokėtos, taigi PSĮ neįvykdytų įsipareigojimų ir grandininis poveikis būtų juntamas visose rinkose.

Pagal šį sprendimą PSĮ tarpuskaitos tarpininkas patirtų riziką, susijusią su PSĮ įsipareigojimų neįvykdymo padariniais, nes jis gali būti pagal sutartį įpareigotas įvykdyti kintamosios garantinės įmokos reikalavimus savo PSĮ kliento vardu. Tarpuskaitos tarpininkai paprastai yra aukščiausio lygmens bankai, todėl jie kelia didelę riziką visai finansų sistemai.

(vi) Vertybinių popierių skolinimas per agentą

Pagal vertybinių popierių skolinimo per agentą modelį PSĮ paskolintų vertybinius popierius iš savo portfelio trečiosioms šalims ir iš besiskolinančios šalies gautų įkaitą pinigais, kurį panaudotų kintamosios garantinės įmokos reikalavimams įvykdyti.

Vertybinių popierių skolinimą jau naudoja daug PSĮ pagal sudarytus praktinės veiklos ir teisinius susitarimus. Tačiau PSĮ gebėjimas skolinti priklauso nuo kitų rinkos dalyvių poreikių skolintis siūlomą turtą tam tikru momentu. Ar sandorio šalys iš tiesų norės skolintis vertybinius popierius ir kuriam laikui, nuo PSĮ nepriklauso. Todėl vertybinių popierių skolinimas negali būti laikomas patikimu finansavimo šaltiniu.

Kaip ir pirmiau aprašytu atveju, gali atsitikti taip, kad pareikalautos garantinės įmokos bus nesumokėtos, todėl PSĮ tarpuskaitos tarpininkas gali neįvykdyti įsipareigojimų.

(vii) Ne finansų subjektų siūlomas užtikrintas skolinimas

Esamos padėties tyrimo metu nustatyta, kad šiuo metu daug didelių įmonių turi dideles pinigų atsargas ir gali ieškoti galimybių jas saugiai paskolinti.

Pagal šią alternatyvią galimybę PSĮ turėtų pateikti vertybinius popierius pagal atpirkimo sandorį ir kaip įkaitą iš įmonės gautų piniginių lėšų, panašiai kaip pagal v punkte išdėstytą galimą alternatyvų sprendimą.

Šiuo metu nėra nusistovėjusios užtikrinto įmonių skolinimo pensijų sistemos įstaigoms rinkos, taigi nors teoriškai įmonės galbūt turi galimybių suteikti piniginių lėšų PSĮ, kad jos galėtų įvykdyti pagrindinės sandorio šalies kintamosios garantinės įmokos reikalavimus, tokios rinkos pajėgumo ir kintamumo įvertinti neįmanoma. Taip pat kyla klausimų dėl to, ar kuriant tokią rinką reikėtų reguliavimo ir koks būtų poveikis, susijęs su sąnaudomis ir galimybėmis. Todėl ji nelaikoma perspektyvia alternatyvia galimybe.

4. IŠVADOS

4.1. PAGRINDINIŲ SANDORIO ŠALIŲ PAŽANGA IR PASTANGOS

Galima daryti išvadą, kad, išskyrus 3 skirsnyje aptartą siūlomą PSĮ skirtą atpirkimo sandorių paslaugą, pagrindinės sandorio šalys nepadarė pakankamos pažangos ieškodamos techninių sprendimų, kaip būtų galima teikti nepiniginį įkaitą kaip kintamąją garantinę įmoką. Jokia pagrindinė sandorio šalis nesiekia įgyvendinti infrastruktūra pagrįstų galimų alternatyvių sprendimų, išdėstytų 3.2 skirsnio i–iv punktuose. Galima daryti išvadą, kad tokia padėtis susiklostė dėl šioje ataskaitoje nustatytų kliūčių. Nepaisant to, pagrindinės sandorio šalys ir toliau turėtų ieškoti būdų, kaip praktiškai būtų galima įveikti nustatytas galimų alternatyvių sprendimų įgyvendinimo kliūtis.

Nepakankamą pažangą nustatant ir rengiant perspektyvius sprendimus galima paaiškinti tuo, kad sprendimų neparengusios pagrindinės sandorio šalys šiuo metu neturi galimybių teikti tokių paslaugų, nes jos neteikia jokių prekybos ar tarpuskaitos paslaugų atpirkimo sandorių rinkose, kuriomis galėtų remtis, kad palengvintų įkaito transformavimą. Galima daryti prielaidą, kad pastaruosius dvejus ar trejus metus pagrindinės sandorio šalys daugiausia išteklių skyrė tam, kad užtikrintų savo paslaugų atitiktį naujai įgyvendinamiems reikalavimams pagal ERIR, taip pat kitiems ES ir tarptautinio reguliavimo aspektams[v]. Nemažai išteklių pagrindinės sandorio šalys taip

pat skyrė klientų tarpuskaitos sprendimams apskritai, nes tarpuskaitos įpareigojimai pagal ERIR bus taikomi mažiesiems ir vidutiniams rinkos dalyviams (įskaitant PSĮ), kurie negali atlikti tarpuskaitos tiesiogiai kaip tarpuskaitos nariai. Taigi nepakankamas pastangas ieškant techninių sprendimų taip pat galima paaiškinti tuo, kad pagrindinės sandorio šalys neturėjo galimybės teikti pirmenybės šiai sričiai.

4.2. REIKALINGOS PRIEMONĖS

Komisija ir toliau stebės atitinkamos pagrindinės sandorio šalies pasiūlytos atpirkimo sandoriais pagrįstos paslaugos raidą, kad galėtų įvertinti, ar toliau dedamos pastangos ir sprendimas bus sklandžiai įgyvendintas 2015 m., kaip numatyta. Sėkmingas šios siūlomos paslaugos diegimas taip pat priklausys nuo nuolatinio galimų dalyvaujančių PSĮ bendradarbiavimo.

Komisija ir toliau bendradarbiaus su kitomis ES pagrindinėmis sandorio šalimis, atliekančiomis atitinkamų ne biržos išvestinių finansinių priemonių sutarčių (palūkanų normų ir (arba) infliacijos apsikeitimo sandorių) tarpuskaitą, kad įvertintų, ar tos pagrindinės sandorio šalys galėtų įgyvendinti panašius sprendimus. Kaip nustatyta pirmiau, tai gali priklausyti nuo kitų pagrindinių sandorio šalių gebėjimo siūlyti ne tik ne biržos išvestinių finansinių priemonių sutarčių tarpuskaitos, bet ir atpirkimo sandorių ir tarpuskaitos paslaugas. Nepaisant to, Komisija primygtinai ragina visas ES pagrindines sandorio šalis, bendradarbiaujant su savo tarpuskaitos nariais ir PSĮ, toliau svarstyti, kaip būtų galima įveikti šioje ataskaitoje analizuojamas kliūtis, siekiant rasti tarpuskaitos sprendimus, kurie (atskirai arba juos derinant) užtikrintų būtiną PSĮ pajėgumą atlikti centrinę savo ne biržos išvestinių finansinių priemonių sutarčių tarpuskaitą taip, kad poveikis pajamingumui būtų mažesnis. Tinkamas sprendimas suteiks galimybę PSĮ tęsti veiklą, susijusią su ne biržos išvestinėmis finansinėmis priemonėmis, nepatiriant nepagrįstai didelių sąnaudų, ir užtikrinti centrinės tarpuskaitos teikiamą naudą savo sandorio šalims ir visai finansų sistemai.

Tačiau Komisija pripažįsta, kad, neradus sprendimo, PSĮ galiausiai privalės pakeisti vertybinius popierius pinigais, kad turėtų pakankamas pinigų atsargas ir galėtų įvykdyti galimus kintamosios garantinės įmokos reikalavimus ne vėliau kaip 2018 m. rugpjūčio mėn. Taip pat reikėtų turėti omenyje, kad, nors nė vienas iš galimų alternatyvių sprendimų nėra visapusiškai tinkamas PSĮ, gali reikėti naudoti įkaito transformavimo derinį. Komisija taip pat ragina atitinkamą sektorių apsvarstyti, kokias ilgesnio laikotarpio finansavimo galimybes (pvz., padengtas obligacijas ar turtu užtikrintus vertybinius popierius) būtų galima pasiūlyti PSĮ, kurios (atskirai arba jas derinant) būtų pakankamas ir patikimas finansavimo šaltinis, taip pat nepalankiomis sąlygomis. Pripažįstama, kad tokios finansavimo galimybės gali priklausyti nuo PSĮ gebėjimo išlaikyti į pinigus keičiamų vertybinių popierių nuosavybės teisę ir (arba) kontrolę, todėl reikėtų tam tikro lankstumo.

4.3. GALIMAS NEIGIAMAS IŠVESTINIŲ FINANSINIŲ PRIEMONIŲ SUTARČIŲ CENTRINĖS TARPUSKAITOS POVEIKIS BŪSIMŲ PENSININKŲ PENSIJŲ IŠMOKOMS

Netaikant išimties dėl tarpuskaitos prievolės, PSĮ vietoje paprastai turimo didesnio pajamingumo turto, tokio kaip vyriausybės obligacijos, būtų priverstos laikyti pinigų atsargas. Jei jos ir toliau turėtų tik nepiniginio turto ir *ad hoc* pagrindu kliautųsi atvirosiomis atpirkimo sandorių rinkomis, nebūtų užtikrintas pakankamas tikrumo lygis. Kaip nurodyta esamos padėties tyrime, pagrindinė aiškiai matoma kliūtis yra ta, kad dabartinės dvišalės atpirkimo sandorių rinkos neturi pakankamai likvidumo, kad patenkintų ES PSĮ poreikius nepalankiomis sąlygomis. Ši išvada pagrįsta ES vyriausybės obligacijų rinkų analize. Esamos padėties tyrimas rodo, kad bendras kintamosios garantinės įmokos reikalavimas ES PSĮ esant 100 bazinių punktų pokyčiui sudarytų 204–255 mlrd. EUR. Iš šios sumos 98–123 mlrd. EUR (82–103 mlrd. GBP) būtų susiję su JK PSĮ ir daugiausia su svarais sterlingų išreikštu turtu; 106–130 mlrd. EUR būtų susiję su eurais (ir galbūt kitomis valiutomis) išreikštu turtu.

Net jei PSĮ būtų vienintelės aktyvios šių rinkų dalyvės, bendras kintamosios garantinės įmokos reikalavimas, susijęs su tokiu pokyčiu, viršytų JK atpirkimo sandorių (angl. *gilt repo*) rinkų tikrąjį dienos pajėgumą ir greičiausiai viršytų ES vyriausybės obligacijų, visų pirma Vokietijos vyriausybės obligacijų (vok. *bunds*), atpirkimo sandorių rinkų atitinkamų dalių pajėgumą. Atpirkimo sandoriams būdingas likvidumas taip pat būdingas kitiems mažesnio likvidumo aukštos kokybės vertybiniams popieriams, tačiau šių priemonių rinkos gerokai labiau linkusios trauktis nepalankiomis sąlygomis.

Laikant pinigų atsargas tam, kad būtų galima reaguoti į galimus rinkos pokyčius, sumažės bendras investicijų, atliekamų schemoms priklausančių pensininkų naudai, pajamingumas, o dėl to galiausiai sumažės bendros PSĮ tiems naudos gavėjams išmokamos pensinių pajamų sumos.

Remiantis esamos padėties tyrimu, perėjus nuo dvišalio užtikrinimo prie piniginės kintamosios garantinės įmokos pateikimo pagrindinėms sandorio šalims sukauptas procentinis pensinių pajamų sumažėjimas per 40 metų laikotarpį gali siekti iki 3,1 procento Nyderlanduose ir 2,3 procento JK. Bendras numatomas poveikis pensinėms pajamoms visoje ES per 20–40 metų siektų 3,66 %. Tai būtų tiesioginis numatomos investicijų grąžos sumažėjimo dėl reikalavimo vietoje vertybinių popierių, kurie yra nepiniginis turtas, laikyti pinigų atsargas poveikis.

Toks poveikis yra didelis, ir jį greičiausiai pajus visos ES pensininkai, taigi galima laikyti, kad jis yra neproporcingas, palyginti su nauda, kuri būtų gauta šiuo etapu reikalaujant, kad PSĮ atliktų tarpuskaitą. Šia išvada atsižvelgiama į tai, kad sandorius bet kokiu atveju reikės užtikrinti dvišaliu pagrindu taikant būsimus dvišalės garantinės

įmokos reikalavimus pagal ERIR 11 straipsnio 3 dalį, todėl tiek bankams, tiek PSĮ sumažinama sandorio šalies kredito rizika sandoriuose, kurių šalys yra PSĮ.

Gali būti, kad PSĮ, kurioms bus daromos didžiausias poveikis, gali nuspręsti neapdrausti savo įsipareigojimų, kad išlaikytų dabartinį pensinių pajamų lygį naudos gavėjams. Dėl to atsirastų su investicijomis susijusių nuostolių rizika, nes nebūtų apsidrausta nuo rinkos kintamumo, ir tai vėlgi lemtų pensinių pajamų sumažėjimą.

Tačiau reikėtų pažymėti, kad didžiosios daugumos standartizuotų ne biržos išvestinių finansinių priemonių sutarčių tarpuskaitą atliks pagrindinė sandorio šalis, todėl ilgainiui sutartys, kurių tarpuskaita neatliekama, gali tapti ne tokios likvidžios. Dėl to savo ruožtu ateityje sumažėtų sutarčių, kurių tarpuskaita atliekama, ir sutarčių, kurių tarpuskaita neatliekama, bendras sąnaudų skirtumas.

4.4. DELEGUOTOJO AKTO PASIŪLYMAS

Komisija laikosi nuomonės, kad šiuo metu nebuvo dėta tinkamam techniniam sprendimui parengti būtinų pastangų ir kad išlieka neigiamas išvestinių finansinių priemonių sutarčių centrinės tarpuskaitos poveikis būsimų pensininkų pensinėms išmokoms.

Todėl Komisija ketina siūlyti deleguotuoju aktu pratęsti ERIR 89 straipsnio 1 dalyje nurodytą trejų metų laikotarpį dvejiems metams. Komisija ir toliau stebės padėtį, susijusią su techniniais sprendimais, kaip PSĮ galėtų teikti nepiniginį turtą pagrindinės sandorio šalies kintamosios garantinės įmokos reikalavimams įvykdyti, kad galėtų įvertinti, ar šis laikotarpis turėtų būti pratęstas dar vieniems metams.

---

[i] Kaip apibrėžta ERIR 2 straipsnio 10 punkte.

[ii] Pagal ERIR 89 straipsnio 1 ir 2 dalis išimtis taikoma tik ne biržos išvestinių finansinių priemonių sutartims, kurias galima objektyviai įvertinti kaip mažinančias investavimo riziką, tiesiogiai susijusią su pensijų sistemos įstaigų finansiniu mokumu, ir tais atvejais, kai PSĮ turi sunkumų įvykdyti kintamosios garantinės įmokos reikalavimus.

iii Esamos padėties tyrimas bus pateiktas Europos Komisijos interneto svetainėje http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#maincontentSec2.

[iv] Reikėtų pažymėti, kad rengiama paslauga būtų skirta ne tik PSĮ, ją galima siūlyti ir kitiems panašių poreikių turintiems rinkos dalyviams.

[v] Kelios ES pagrindinės sandorio šalys yra gavusios leidimus ir veikia trečiųjų šalių jurisdikcijose.