ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ
ΕΠΙΤΡΟΠΗ

Βρυξέλλες, 3.2.2015
COM(2015) 39 final

ΕΚΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ ΚΑΙ ΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

σύμφωνα με το άρθρο 85 παράγραφος 2 του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 4ης Ιουλίου 2012, για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών, για την αξιολόγηση της προόδου και των προσπαθειών των κεντρικών αντισυμβαλλομένων όσον αφορά την ανάπτυξη τεχνικών λύσεων για τη μεταβίβαση, από μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων, ασφαλειών, που δεν συνίστανται σε μετρητά, για την κάλυψη των περιθωρίων διαφορών αποτίμησης, καθώς και την ανάγκη λήψης οιωνδήποτε μέτρων για τη διευκόλυνση μιας τέτοιας λύσης

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 648/2012 για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών (EMIR) δημοσιεύθηκε στην Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) στις 27 Ιουλίου 2012 και τέθηκε σε ισχύ στις 16 Αυγούστου 2012.

Σύμφωνα με τον κανονισμό EMIR, τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα που είναι τυποποιημένα (τα οποία, δηλαδή, πληρούν προκαθορισμένα κριτήρια επιλεξιμότητας), όπως υψηλό επίπεδο ρευστότητας, θα υπόκεινται σε δεσμευτική υποχρέωση κεντρικής εκκαθάρισης και πρέπει να υποβάλλονται σε εκκαθάριση μέσω κεντρικών αντισυμβαλλομένων (ΚΑ).

Οι ΚΑ είναι οντότητες που παρεμβάλλονται μεταξύ των δύο αντισυμβαλλομένων, αποτελώντας τον «αγοραστή για κάθε πωλητή», όπως και τον «πωλητή για κάθε αγοραστή». Ως αντισυμβαλλόμενος σε κάθε θέση, ο ΚΑ αναλαμβάνει πιστωτικό κίνδυνο, σε περίπτωση που ένας από τους αντισυμβαλλομένους του αδυνατεί να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του.

Οι ΚΑ αποσκοπούν στην αντιμετώπιση της αθέτησης υποχρεώσεων του εκκαθαριστικού μέλους ή πελάτη, κυρίως μέσω της χρήσης συχνών και συντηρητικών απαιτήσεων ασφαλείας – ή «περιθωρίου», υπολογισμένων για να καλύπτουν πιθανές ζημίες κατά την αθέτηση υποχρεώσεων. Οι ΚΑ δέχονται μόνο περιουσιακά στοιχεία εξαιρετικά υψηλής ρευστότητας, συνήθως μετρητά, ως ασφάλεια για την ανταπόκριση σε απαιτήσεις κάλυψης του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης (VM), προκειμένου να καταστεί δυνατή η ταχεία εκκαθάριση σε περίπτωση αθέτησης υποχρεώσεων.

Οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων (PSAs)[i] σε πολλά κράτη μέλη είναι ενεργοί συμμετέχοντες στην αγορά εξωχρηματιστηριακών παραγώγων. Ωστόσο, οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων γενικώς ελαχιστοποιούν τις ταμειακές θέσεις τους, διατηρώντας αντ' αυτών επενδύσεις υψηλότερων αποδόσεων, όπως αξιόγραφα, προκειμένου να διασφαλίζουν ισχυρές αποδόσεις για τους δικαιούχους - συνταξιούχους τους. Η αδυναμία των ΚΑ να δέχονται μη ταμειακά περιουσιακά στοιχεία ως ασφάλεια, για να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης, σημαίνει ότι οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων θα πρέπει να παράγουν ταμειακά διαθέσιμα σε βραχυπρόθεσμη βάση, είτε με δανεισμό μετρητών είτε με πώληση άλλων περιουσιακών στοιχείων, προκειμένου να ανταποκρίνονται στις απαιτήσεις κάλυψης του περιθωρίου ΚΑ. Αυτό δεν συμβαίνει επί του παρόντος στο πλαίσιο των διμερών σχέσεων, όπου οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων είναι σε θέση να παρέχουν μη ταμειακά περιουσιακά στοιχεία στους διμερείς αντισυμβαλλομένους τους, στον βαθμό που απαιτείται περιθώριο. Μια τέτοια διατήρηση ταμειακών διαθεσίμων οδηγεί σε υψηλό κόστος ευκαιρίας για τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων, λόγω του χαμηλού επιπέδου τόκων τους οποίους αποφέρουν οι ασφάλειες σε μετρητά. Ως εκ τούτου, το

κόστος της κεντρικής εκκαθάρισης θα μείωνε τελικά το συνταξιοδοτικό εισόδημα των σχετικών συνταξιούχων, εάν οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων απαιτείτο να παράσχουν μετρητά για να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης.

Κατά συνέπεια, η Επιτροπή, το Συμβούλιο και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο συμφώνησαν σε μια προσωρινή τριετή εξαίρεση από την υποχρέωση εκκαθάρισης για τους PSA που πληρούν ορισμένα κριτήρια[ii], η οποία προβλέπεται στο άρθρο 89 παράγραφος 1 του κανονισμού EMIR. Η εξαίρεση μπορεί να παραταθεί έως και κατά τρία επιπλέον έτη συνολικά. Αυτή η μεταβατική περίοδος προβλέφθηκε ρητώς στον κανονισμό EMIR, προκειμένου να δοθεί περισσότερος χρόνος στους ΚΑ για την ανάπτυξη τεχνικών λύσεων για τη μεταφορά των ασφαλειών εκτός μετρητών, προκειμένου να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης.

2. ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΚΘΕΣΗΣ

Σύμφωνα με το άρθρο 85 παράγραφος 2 του κανονισμού EMIR, ο στόχος της παρούσας έκθεσης είναι να παρουσιάσει μια αξιολόγηση της προόδου και των προσπαθειών των ΚΑ όσον αφορά την ανάπτυξη τεχνικών λύσεων για τη μεταβίβαση, από PSA, ασφαλειών, που δεν συνίστανται σε μετρητά, για την κάλυψη του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης, καθώς και την ανάγκη λήψης οιωνδήποτε μέτρων για τη διευκόλυνση αυτών των λύσεων.

Το άρθρο 85 παράγραφος 2 του κανονισμού EMIR προβλέπει ότι, εάν η Επιτροπή θεωρεί ότι δεν έχει καταβληθεί από τους ΚΑ προσπάθεια για την ανάπτυξη πρόσφορων τεχνικών λύσεων, και ότι ο δυσμενής αντίκτυπος της κεντρικής εκκαθάρισης των συμβάσεων παραγώγων για τις συνταξιοδοτικές παροχές των μελλοντικών συνταξιούχων παραμένει αμετάβλητος, εξουσιοδοτείται να εκδώσει πράξεις κατ' εξουσιοδότηση, σύμφωνα με το άρθρο 82, για την επέκταση της τριετούς περιόδου του άρθρου 89 παράγραφος 1 μία φορά για δύο έτη και μία φορά για ένα πρόσθετο έτος.

Προκειμένου να αξιολογήσει πλήρως την τρέχουσα κατάσταση, η Επιτροπή ανέθεσε τη διενέργεια βασικής μελέτης για το κατά πόσον έχουν καταβληθεί οι απαραίτητες προσπάθειες από τους ΚΑ για την ανάπτυξη κατάλληλων τεχνικών λύσεων για τη μεταφορά των ασφαλειών εκτός μετρητών ως περιθώρια διαφορών αποτίμησης από τους PSA. Η εν λόγω βασική μελέτη παρέσχε επίσης την ανάλυση πιθανών και εναλλακτικών λύσεων. Τέλος, η βασική μελέτη ανέλυσε τις επιπτώσεις της άρσης της εξαίρεσης ελλείψει μιας λύσης, η οποία να υπολογίζει τη μείωση του συνταξιοδοτικού εισοδήματος για τους συνταξιούχους δικαιούχους των επηρεαζόμενων μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων[iii].

Σύμφωνα με το άρθρο 85 παράγραφος 2, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προέβη σε διαβουλεύσεις με την Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών και την Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων στη διαδικασία εκπόνησης αυτής της έκθεσης.

3. ΠΡΟΣΠΑΘΕΙΕΣ ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΚΑ

3.1. ΥΠΗΡΕΣΙΑ «ΣΥΜΦΩΝΙΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ» ΤΩΝ ΜΗΧΑΝΙΣΜΩΝ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΩΝ ΚΑΘΕΣΤΩΤΩΝ

Σε αυτό το στάδιο, μόνο ένας ΚΑ έχει καταβάλει αξιοσημείωτη προσπάθεια για να αναπτύξει μια λύση για την παροχή μη ταμειακών περιουσιακών στοιχείων, προκειμένου να ανταποκριθεί στις απαιτήσεις του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης.

Ο σχετικός ΚΑ αναπτύσσει ενεργά μια υπηρεσία (εφεξής «υπηρεσία συμφωνιών επαναγοράς των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων»[iv]), η οποία θα μπορούσε να αντιμετωπίσει τις ανάγκες των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων για τη χρήση μη ταμειακών περιουσιακών στοιχείων, προκειμένου να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης για ταμειακά διαθέσιμα.

Η προτεινόμενη υπηρεσία θα επέτρεπε σε ένα περιορισμένο φάσμα μη διαπραγματευόμενων συμμετεχόντων στην αγορά (συμπεριλαμβανομένων των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων) να γίνουν μέλη της υπηρεσίας διαπραγμάτευσης και εκκαθάρισης συμφωνιών επαναγοράς. Στο πλαίσιο των συμφωνιών επαναγοράς, ένα συμβαλλόμενο μέρος πωλεί ένα περιουσιακό στοιχείο (συνήθως τίτλους σταθερής απόδοσης) σε ένα άλλο συμβαλλόμενο μέρος και δεσμεύεται να επαναγοράσει το περιουσιακό στοιχείο σε μια συμφωνημένη τιμή σε μελλοντική ημερομηνία. Το περιουσιακό στοιχείο χρησιμεύει ως ασφάλεια και μετριάζει τον πιστωτικό κίνδυνο του αντισυμβαλλομένου, τον οποίο έχει ο αγοραστής επί του πωλητή. Ως εκ τούτου, οι συμφωνίες επαναγοράς είναι ένας τρόπος για να μετατρέπουν οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων τα υφιστάμενα μη ταμειακά στοιχεία του ενεργητικού τους σε μετρητά που ζητούν οι ΚΑ, για να ανταποκρίνονται στις απαιτήσεις του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης, διατηρώντας την κυριότητά τους και – ιδιαιτέρως – τις επενδυτικές αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων μακροπρόθεσμα. Σύμφωνα με την προτεινόμενη υπηρεσία συμφωνιών επαναγοράς των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων, οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων θα σύναπταν συμφωνίες επαναγοράς με άλλους συμμετέχοντες στην αγορά της υπηρεσίας συναλλαγών, χρησιμοποιώντας τα αξιόγραφα που ήδη κατέχουν κατά τη συνήθη πορεία των επενδύσεών τους. Αυτές οι συναλλαγές θα εκτελούνταν στην πλατφόρμα συναλλαγών συμφωνιών επαναγοράς των ΚΑ και θα εκκαθαρίζονταν αυτόματα μέσω της υπηρεσίας εκκαθάρισης. Τα ταμειακά διαθέσιμα που θα συγκεντρώνονταν από τις συναλλαγές συμφωνιών επαναγοράς θα μπορούσαν στη συνέχεια να παρέχονται στον ΚΑ, για να ανταποκριθεί

στις απαιτήσεις του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης. Οι ίδιες συμφωνίες επαναγοράς θα εκκαθαρίζονταν μέσω ΚΑ και, ως εκ τούτου, ο πιστωτικός κίνδυνος του αντισυμβαλλομένου των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων για τη συναλλαγή αυτή θα μετριαζόταν από τον ΚΑ.

Αυτή η υπηρεσία θα επέτρεπε στους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων να εκτελούν συμφωνίες επαναγοράς, συγκεντρώνοντας τη διαχείριση των θέσεων στον ΚΑ και μετριάζοντας τον τυχόν υπολειπόμενο διμερή πιστωτικό κίνδυνο του αντισυμβαλλομένου στις συναλλαγές συμφωνιών επαναγοράς, αντιμετωπίζοντας τον ΚΑ αντί του αντισυμβαλλομένου συμφωνιών επαναγοράς.

Επειδή η υπηρεσία συμφωνιών επαναγοράς των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων είναι ακόμη υπό ανάπτυξη, σε αυτό το στάδιο παραμένουν ορισμένα σημαντικά ερωτήματα ως προς τη βιωσιμότητα μιας τέτοιας υπηρεσίας. Όπως αναλύεται παρακάτω στο τμήμα 4.3, θεωρείται ότι μπορεί να υπάρχει ανεπαρκής ικανότητα στις διμερείς αγορές συμφωνιών επαναγοράς, για να εξασφαλίζουν οι PSA τη δυνατότητα να προμηθεύονται τα μετρητά που απαιτούνται για την εκπλήρωση των απαιτήσεων του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης από τον ΚΑ σε περιόδους άσκησης πιέσεων στις αγορές. Ως εκ τούτου, πρέπει να αμφισβητηθεί κατά πόσον θα αναπτυχθούν αγορές εκκαθαρισμένων συμφωνιών επαναγοράς, για να παρέχουν την πρόσθετη δυναμικότητα που απαιτείται από τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων. Η ικανότητα των τραπεζών που παρέχουν ρευστότητα συμφωνιών επαναγοράς να εξαλείφουν τους διμερείς κινδύνους από τις συναλλαγές τους και να αντιμετωπίζουν αντ' αυτών τον ΚΑ μπορεί να οδηγήσει σε χαμηλότερες κεφαλαιακές επιβαρύνσεις, οι οποίες θα μπορούσαν να αποτελέσουν κίνητρο για αυξημένη δραστηριότητα συμφωνιών επαναγοράς. Ωστόσο, άλλοι ρυθμιστικοί παράγοντες μπορεί να επηρεάσουν την ανάπτυξη των αγορών συμφωνιών επαναγοράς βραχυπρόθεσμα έως μεσοπρόθεσμα, συμπεριλαμβανομένων των ρυθμιστικών πρωτοβουλιών στο πλαίσιο της Βασιλείας ΙΙΙ, καθώς και τον προτεινόμενο σε επίπεδο ΕΕ φόρο επί των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών και τις πιθανές αρχές για τις υποχρεωτικές περικοπές αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων, σύμφωνα με την ομάδα εργασίας του Συμβουλίου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας σχετικά με τον δανεισμό αξιογράφων και τις συμφωνίες επαναγοράς. Είναι πιθανό οι αγορές συμφωνιών επαναγοράς να καταστούν λιγότερο ελκυστικές για τους παρόχους ρευστότητας και, ως εκ τούτου, ενδέχεται να συρρικνωθούν.

Επιπλέον, αμφισβητείται η ικανότητα όλων – ή ακόμη και της πλειονότητας – των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων, που δυσκολεύονται να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης για μετρητά, να χρησιμοποιήσουν αυτήν την υπηρεσία. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι συμμετέχοντες στην υπηρεσία θα πρέπει να έχουν πρόσβαση στον ΚΑ στο πλαίσιο μιας συμφωνίας συμμετοχής ειδικής πρόσβασης, η οποία θα υποχρέωνε τον μηχανισμό συνταξιοδοτικών καθεστώτων να καταβάλλει εισφορές σε ένα ειδικό κεφάλαιο εκκαθάρισης. Το κεφάλαιο εκκαθάρισης δεν θα χρησιμοποιείτο για την

κάλυψη των ζημιών άλλων εκκαθαριστικών μελών, όπως συμβαίνει με τις συμβατικές συμφωνίες συμμετοχής· θα προβλεπόταν για να καλύπτει μόνο τις άμεσες ζημίες που προκαλούνται από τη δυνητική αθέτηση υποχρεώσεων από τον ίδιο τον μηχανισμό συνταξιοδοτικών καθεστώτων. Ως εκ τούτου, δεν εκτίθεται σε ζημίες που προκαλούνται από άλλους συμμετέχοντες εκκαθάρισης που αθετούν τις υποχρεώσεις τους. Ωστόσο, θα περιλαμβάνει μια δέσμευση για πρόσθετη ασφάλεια εκ των προτέρων, η οποία μπορεί να μην είναι ανεκτή από όλους τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων και τους διευθυντές ή διαχειριστές τους.

Τέλος, σε αυτό το στάδιο ανάπτυξης, οι δαπάνες που βαρύνουν τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων για τη χρήση της δυνητικής υπηρεσίας συμφωνιών επαναγοράς είναι άγνωστες. Είναι πιθανό το κόστος σύναψης εκκαθαρισμένων συναλλαγών συμφωνιών επαναγοράς να είναι υψηλότερο από το κόστος σύναψης διμερών συναλλαγών συμφωνιών επαναγοράς. Αυτό συμβαίνει διότι ο μηχανισμός συνταξιοδοτικών καθεστώτων θα πρέπει να διατηρεί ένα κεφάλαιο εκκαθάρισης, όπως περιγράφεται ανωτέρω, καθώς και μια αμοιβή εκκαθάρισης που συνδέεται με τη συναλλαγή. Θα υπάρχει επίσης κόστος εφαρμογής για τον μηχανισμό συνταξιοδοτικών καθεστώτων, για τη δημιουργία λειτουργικών συνδέσεων με την υπηρεσία, καθώς και νομικών συμφωνιών.

Αυτή η δυνητική υπηρεσία εξακολουθεί να βρίσκεται στο στάδιο της ανάπτυξης. Πρόκειται να ξεκινήσει το πρώτο εξάμηνο του 2015. Η Επιτροπή θα εξακολουθήσει να συνεργάζεται με τον συγκεκριμένο ΚΑ και τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων, καθώς η υπηρεσία τίθεται στην αγορά, προκειμένου να εκτιμήσει την ικανότητά του να εξυπηρετεί τις ανάγκες των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων.

Η Επιτροπή θα διερευνήσει επίσης με ενδιαφέρον την ικανότητα των άλλων ΚΑ να αναπτύξουν παρόμοιες υπηρεσίες.

Επειδή η προτεινόμενη υπηρεσία δεν έχει ξεκινήσει ακόμη, η Επιτροπή έχει διερευνήσει πρόσθετες δυνητικές τεχνικές λύσεις, προκειμένου να διαπιστώσει κατά πόσον υπάρχουν και άλλα μέτρα που μπορούν να ληφθούν από τους ΚΑ, με παροχή της δυνατότητας στους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων να παράσχουν μη ταμειακά περιουσιακά στοιχεία για την κάλυψη των απαιτήσεων του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης. Αυτές οι δυνητικές τεχνικές λύσεις περιγράφονται κατωτέρω. Η βιωσιμότητα της κάθε επιλογής αξιολογείται, αφού ληφθούν υπόψη τα συναφή νομικά, εμπορικά, τα σχετικά με την πολιτική και πρακτικά εμπόδια, οι συναφείς κίνδυνοι και οποιοδήποτε αναγνωρίσιμο πιθανό κόστος για τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων.

Η βασική μελέτη διερεύνησε επίσης κατά πόσον μπορεί να υπάρχουν εναλλακτικές λύσεις, εκτός της υποδομής του ΚΑ, για να είναι σε θέση οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων να προβούν σε κεντρική εκκαθάριση, χωρίς να

επηρεάζονται αρνητικά τα εισοδήματα συνταξιοδότησης. Αυτές οι εναλλακτικές λύσεις περιγράφονται επίσης κατωτέρω, με μια ανάλυση της βιωσιμότητάς τους.

Όποιοι κίνδυνοι προκύπτουν από τις τεχνικές ή εναλλακτικές λύσεις πρέπει, φυσικά, να αντισταθμίζονται από το επίπεδο μετριασμού του συστημικού κινδύνου που παρέχει η κεντρική εκκαθάριση.

3.2. ΠΙΘΑΝΕΣ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΛΥΣΕΙΣ

(i) Μετασχηματισμός ασφαλειών από τους ΚΑ

Αυτό θα συνεπαγόταν μια υπηρεσία συμφωνιών επαναγοράς, που θα προσφερόταν από τους ΚΑ σε μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων, στην οποία ο ΚΑ θα ήταν ο κύριος αντισυμβαλλόμενος στη συναλλαγή συμφωνίας επαναγοράς, παρέχοντας μετρητά στον μηχανισμό συνταξιοδοτικών καθεστώτων έναντι τίτλων. Υπό την έννοια αυτή, η βασική ιδέα συγκρίνεται με την υπηρεσία συμφωνιών επαναγοράς των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων που αναπτύσσεται επί του παρόντος από τον ΚΑ, η οποία περιγράφεται ανωτέρω. Ωστόσο, αυτή η πιθανή λύση δεν προϋποθέτει την ικανότητα του ΚΑ να δημιουργήσει επίσης μια προσφορά για μια οργανωμένη πλατφόρμα συναλλαγών συμφωνιών επαναγοράς και τη συναφή υπηρεσία εκκαθάρισης.

Σε αυτή την περίπτωση, ο σχετικός ΚΑ θα έπρεπε ταυτόχρονα να εκτελέσει μια συμφωνία επαναγοράς τύπου «back-to-back» με έναν τρίτο, προκειμένου να συγκεντρώσει τα μετρητά. Ο εν λόγω τρίτος θα ήταν είτε μια τράπεζα που διαπραγματεύεται στην αγορά των συμφωνιών επαναγοράς είτε μια κεντρική τράπεζα.

Είναι αμφίβολο κατά πόσον μια διευθέτηση στην οποία η κεντρική τράπεζα είναι ο μόνος πάροχος ρευστότητας για συμφωνίες επαναγοράς θα ήταν αποδεκτή από την εν λόγω κεντρική τράπεζα. Ως εκ τούτου, αυτή η συζήτηση προϋποθέτει μια λύση σύμφωνα με την οποία ο ΚΑ αναμένει να χρησιμοποιεί τις εμπορικές τράπεζες σε «κανονικές» συνθήκες και χρησιμοποιεί την κεντρική τράπεζα μόνο σε δυσμενή σενάρια της αγοράς.

Επί του παρόντος, δεν έχουν όλοι οι ΚΑ τακτική πρόσβαση στους μηχανισμούς των κεντρικών τραπεζών. Ορισμένοι ΚΑ στην ΕΕ έχουν σήμερα πρόσβαση σε ενδοημερήσια πίστωση και, υπό καθορισμένες συνθήκες, σε πίστωση μίας ημέρας. Παρά ταύτα, αυτή η πρόσβαση δεν θα μπορούσε να είναι κατάλληλη για την υλοποίηση ενός τυπικού μηχανισμού μετασχηματισμού ασφαλειών με βάση συμφωνίες επαναγοράς. Για να γίνει αυτό, οι ΚΑ θα έπρεπε τουλάχιστον να έχουν πρόσβαση σε διευκολύνσεις μίας ημέρας ή ακόμη και σε πιστωτικές πράξεις με μεγαλύτερες προθεσμίες λήξης, προκειμένου να αποφευχθεί η ανακύκλωση των βραχυπρόθεσμων συμφωνιών επαναγοράς σε καθημερινή βάση. Αυτό θα συνεπαγόταν μια αλλαγή στην πρακτική μεταξύ των ΚΑ και των κεντρικών τραπεζών,

την οποία οι κεντρικές τράπεζες και οι ενδιαφερόμενοι φορείς τους θα έπρεπε να εξετάσουν προσεκτικά.

Αυτή η πιθανή λύση συνεπάγεται ότι οι ΚΑ αναλαμβάνουν αυξημένο επίπεδο κινδύνου, από άποψη όγκου συναλλαγών συμφωνιών επαναγοράς, και την επακόλουθη έκθεση σε κίνδυνο αντισυμβαλλομένου και αγοράς. Αυτό με τη σειρά του αυξάνει τον συστημικό κίνδυνο που δημιουργούν οι ΚΑ.

Τα πρόσθετα εμπόδια περιλαμβάνουν την ανάγκη για επενδύσεις από τον ΚΑ στην απαραίτητη δυναμικότητα διαπραγμάτευσης και ταμειακής διαχείρισης, καθώς και τις επιχειρησιακές και νομικές αλλαγές – κυρίως στις διαδικασίες εκκαθάρισής του, όπου συναλλαγές με συμφωνίες επαναγοράς με υπερήμερο εκκαθαριστικό μέλος μπορεί να χρειαστεί να ρευστοποιηθούν ταυτόχρονα με τα επηρεαζόμενα χαρτοφυλάκια εξωχρηματιστηριακών παραγώγων.

(ii) Άμεση αποδοχή των μη ταμειακών περιουσιακών στοιχείων με μεταβίβαση στους αποδέκτες του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης.

Εδώ ο ΚΑ θα επέτρεπε στους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων να παρέχουν και να λαμβάνουν τα περιθώρια διαφορών αποτίμησης με τη μορφή μη ταμειακών περιουσιακών στοιχείων που ήδη κατέχει, όπως κρατικά ομόλογα. Τα εν λόγω περιουσιακά στοιχεία στη συνέχεια θα μεταβιβάζονταν στον αντισυμβαλλόμενο «in-the-money» της συναλλαγής.

Ο ΚΑ θα έπρεπε να προσφέρουν προς εκκαθάριση δύο παράλληλες σειρές προϊόντων με τους ίδιους θεμελιώδεις οικονομικούς όρους – τη μία για την οποία το περιθώριο διαφορών αποτίμησης θα καταβαλλόταν και θα εισπραττόταν σε μετρητά και την άλλη για την οποία θα παρεχόταν και θα λαμβανόταν σε συγκεκριμένους επιλέξιμους τίτλους. Αυτό θα μείωνε τη ρευστότητα στην αγορά, με την πιθανότητα ευρύτερων περιθωρίων συναλλαγών και μικρότερης ευελιξίας στη μεταφορά ή ρευστοποίηση των θέσεων ενός υπερήμερου συμμετέχοντα στον ΚΑ. Θα υπήρχε επίσης αδυναμία συμψηφισμού απαιτήσεων ασφαλειών μεταξύ των δύο προϊόντων.

Η έγκαιρη εκκαθάριση είναι ένα άλλο κύριο εμπόδιο για να καταστεί βιώσιμη αυτή η επιλογή. Οι συμμετέχοντες που παρέχουν περιθώριο διαφορών αποτίμησης εκτός μετρητών θα έπρεπε να μπορούν να μεταφέρουν τους τίτλους στο όνομα του ΚΑ, την ίδια ημέρα με την πραγματοποίηση της απαίτησης ασφάλειας. Ωστόσο, αυτό θα είναι δύσκολο να επιτευχθεί στην πράξη, αφού ο διακανονισμός την ίδια ημέρα δεν αποτελεί επί του παρόντος συνήθη πρακτική των κεντρικών αποθετηρίων τίτλων. Μια επιπλέον δυσκολία είναι ότι οι τίτλοι μπορούν να ανταλλάσσονται μόνο σε κινητές μονάδες. Δεδομένου ότι τα πληρωτέα ή εισπρακτέα ποσά περιθωρίου διαφορών αποτίμησης θα υπολογίζονται από τον ΚΑ σε νομισματικές αξίες, ο ΚΑ θα έπρεπε να ορίσει μια πρακτική της αγοράς για το πώς αυτές οι αξίες πρέπει να μετατρέπονται στην παραδοτέα ποσότητα οποιασδήποτε ασφάλειας επιλέξει να παράσχει ο πληρωτής περιθωρίου διαφορών αποτίμησης, με αποτέλεσμα να πραγματοποιούνται διαφορές

στρογγυλοποίησης και ταμειακές προσαρμογές μεταξύ του ΚΑ και των εκκαθαριστικών μελών.

Πρόσθετο κόστος που ανέρχεται σε αρκετά εκατομμύρια ευρώ θα βάρυνε τους ΚΑ, τα εκκαθαριστικά μέλη, τους θεματοφύλακες, τους διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων και τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων, προκειμένου να παράσχουν τις απαραίτητες επιχειρησιακές δυνατότητες σε αυτόν τον τομέα.

Όσον αφορά τη νομιμότητα, υπάρχει επίσης αμφιβολία κατά πόσον η μεταβίβαση τίτλων στον αποδέκτη του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης θα ικανοποιούσε την απαίτηση ορισμένων μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων να διατηρούν τον έλεγχο των περιουσιακών στοιχείων τους.

(iii) Αποδοχή μη ταμειακών περιουσιακών στοιχείων με εμπράγματο δικαίωμα που μεταβιβάζεται στους αποδέκτες του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης

Ο ΚΑ θα επέτρεπε και πάλι στους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων να παράσχουν περιθώριο διαφορών αποτίμησης με τη μορφή τίτλων, όπως στο σημείο (ii).

Ωστόσο, αντί να μεταβιβάσει τους τίτλους στους αντισυμβαλλομένους που πρόκειται να λάβουν περιθώριο διαφορών αποτίμησης, ο ΚΑ θα δημιουργούσε ένα εμπράγματο δικαίωμα επί των παρασχεθέντων τίτλων, υπέρ του αποδέκτη του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης.

Στο πλαίσιο αυτής της λύσης, τα περιουσιακά στοιχεία που έχουν παρασχεθεί για να ικανοποιηθεί η απαίτηση VM δεν μεταβιβάζονται στον αποδέκτη του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης και, με αυτόν τον τρόπο, ο κίνδυνος της σύμβασης στην πραγματικότητα δεν διακανονίζεται. Απλώς, υπάρχει μια νομική αξίωση της οποίας η αξία θα μεταβάλλεται με την πάροδο του χρόνου. Σε περίπτωση αθέτησης υποχρεώσεων, η αξία της αξίωσης θα ήταν αβέβαιη μέχρι την εκκαθάρισή της. Αυτός ο πρόσθετος κίνδυνος θα οδηγούσε στην ανάγκη να τιμολογηθεί διαφορετικά η σύμβαση, καθιστώντας την πιο ακριβή από τις συμβάσεις που διακανονίζονται κανονικά με μετρητά και δημιουργώντας πάλι μια διακλάδωση εκκαθαρισμένων προϊόντων με λιγότερη ρευστότητα στο σχεδιασμένο για τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων προϊόν.

Ο νομικός κίνδυνος αποτελεί επίσης εμπόδιο σε αυτή τη λύση, αφού τα εμπράγματα δικαιώματα δεν υπόκεινται πάντα στα ίδια νομικά πλαίσια σε όλη την ΕΕ. Αυτό οδηγεί, ενδεχομένως, σε έλλειψη ασφάλειας δικαίου ως προς το τι θα συνέβαινε σε κατάσταση αθέτησης υποχρεώσεων.

(iv) Ασφάλεια τέταρτου μέρους για το εμπράγματο δικαίωμα του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης

Αυτή είναι μια παραλλαγή της προηγούμενης λύσης, στην οποία οι τίτλοι θα φυλάσσονταν από έναν θεματοφύλακα, βάσει μιας συμφωνίας μεταξύ του ιδίου, του μηχανισμού συνταξιοδοτικών καθεστώτων, του αντισυμβαλλομένου στην αρχική συναλλαγή και του ΚΑ.

Αυτή η διευθέτηση θα επέτρεπε στους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων να παρέχουν μη ταμειακά περιουσιακά στοιχεία ως περιθώριο διαφορών αποτίμησης, χωρίς να χρειάζεται να τα μετατρέπουν σε μετρητά. Αντ' αυτού, θα παρεχόταν ασφάλεια υπό τη μορφή εμπράγματης ασφάλειας υπέρ του αντισυμβαλλομένου. Ο μηχανισμός συνταξιοδοτικών καθεστώτων θα ανέθετε τη διαχείριση ασφαλειών του σε έναν θεματοφύλακα, στο πλαίσιο διευθέτησης που επισημοποιήθηκε μεταξύ των τεσσάρων εμπλεκόμενων μερών – του μηχανισμού συνταξιοδοτικών καθεστώτων, του αντισυμβαλλομένου, του ΚΑ και του Θεματοφύλακα. Η λύση θα βασιζόταν στις υφιστάμενες τριμερείς υπηρεσίες διαχείρισης ασφαλειών.

Αυτή η λύση παρουσιάζει τις ίδιες προκλήσεις όπως και η προηγούμενη λύση, διότι οδηγεί σε μη διακανονισθέντα πιστωτικό κίνδυνο αντισυμβαλλομένου, γεγονός που είναι αντίθετο με τη λειτουργία του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης και μπορεί να προκαλέσει ανησυχία στα εκκαθαριστικά μέλη, τους αντισυμβαλλομένους και τις ρυθμιστικές αρχές.

Θα δημιουργούσε πάλι μια διακλάδωση σε προϊόντα, με επιπλοκές ρευστότητας και συμψηφισμού.

(v) Μετασχηματισμός ασφαλειών από τα εκκαθαριστικά μέλη

Η πρώτη εναλλακτική λύση, αντί μιας τεχνικής λύσης στον ΚΑ, είναι η δυνατότητα των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων να συγκεντρώνουν μετρητά μέσω εκτέλεσης συναλλαγών συμφωνιών επαναγοράς με τα εκκαθαριστικά μέλη τους, εκτός της υποδομής του ίδιου του ΚΑ.

Τα εκκαθαριστικά μέλη των ΚΑ εξωχρηματιστηριακών παραγώγων συνήθως ανήκουν σε τραπεζικούς ομίλους που δραστηριοποιούνται επίσης στην αγορά συμφωνιών επαναγοράς. Αυτό σημαίνει ότι τα εκκαθαριστικά μέλη βρίσκονται φαινομενικά στην κατάλληλη θέση για να παρέχουν υπηρεσίες συμφωνιών επαναγοράς στους πελάτες μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων τους για τον σκοπό αυτό, χωρίς να επενδύουν σε νέες επιχειρηματικές δραστηριότητες. Μια τέτοια υπηρεσία θα μπορούσε επίσης να παρέχεται στους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων, ανεξάρτητα από τα γραφεία εκκαθάρισης που έχουν οριστεί από τρίτη τράπεζα.

Ωστόσο, το τρέχον μέγεθος των διμερών αγορών συμφωνιών επαναγοράς μπορεί να έχει ανεπαρκή δυναμικότητα να παρέχει τα μετρητά που θα χρειάζονταν οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων για να πληρούν τις υποχρεώσεις περιθωρίου διαφορών αποτίμησης. Σε κάθε περίπτωση, οι γραμμές συμφωνιών επαναγοράς δεν θα ήταν εγγυημένες από τους διαπραγματευόμενους και μπορούν να αποσυρθούν σε περιόδους άσκησης πιέσεων.

Ωστόσο, σύμφωνα με τα ευρήματα της βασικής μελέτης (βλ., ιδίως, τμήμα 5.7.3), η αγορά συμφωνιών επαναγοράς δεν θα μπορούσε να ανταποκριθεί στη συνολική ζήτηση από τους PSA που επιδιώκουν να χρηματοδοτήσουν πλήρως τις απαιτήσεις περιθωρίου διαφορών αποτίμησης σε μετρητά λόγω μιας σοβαρής κίνησης επιτοκίου (π.χ. 100 μονάδες βάσης) και, ως εκ τούτου, οι PSA δεν θα είχαν πρόσβαση στη χρηματοδότηση που απαιτείται για να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις περιθωρίου διαφορών αποτίμησης, εάν επρόκειτο να βασιστούν στη διμερή αγορά συμφωνιών επαναγοράς. Αυτό θα είχε ως αποτέλεσμα μη καταβληθείσες απαιτήσεις περιθωρίου, που θα έθεταν τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων σε αθέτηση υποχρέωσης και θα προκαλούσαν αλυσιδωτές συνέπειες σε όλες τις αγορές.

Με αυτήν τη διευθέτηση, το γραφείο εκκαθάρισης του μηχανισμού συνταξιοδοτικού καθεστώτος θα ήταν εκτεθειμένο στις συνέπειες της αθέτησης υποχρεώσεων του μηχανισμού συνταξιοδοτικού καθεστώτος, διότι μπορεί να υποχρεούται συμβατικά να ανταποκρίνεται στις απαιτήσεις περιθωρίου διαφορών αποτίμησης για λογαριασμό του πελάτη μηχανισμού συνταξιοδοτικού καθεστώτος του. Οι εταιρείες εκκαθάρισης συνήθως είναι τράπεζες ανώτερης βαθμίδας και, γι' αυτόν τον λόγο, προκαλούν σημαντικό κίνδυνο για το ευρύτερο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

(vi) Δανεισμός τίτλων σε οργανισμούς

Σύμφωνα με ένα μοντέλο δανεισμού τίτλων σε οργανισμούς, ο μηχανισμός συνταξιοδοτικού καθεστώτος θα δάνειζε χρεόγραφα του δικού του χαρτοφυλακίου σε τρίτους και θα λάμβανε από τον δανειολήπτη ασφάλειες υπό τη μορφή μετρητών, τα οποία θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για την ανταπόκριση σε απαιτήσεις περιθωρίου διαφορών αποτίμησης.

Ο δανεισμός τίτλων ήδη χρησιμοποιείται από πολλούς μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων μέσω καθιερωμένων επιχειρησιακών και νομικών διευθετήσεων. Ωστόσο, η ικανότητα του μηχανισμού συνταξιοδοτικού καθεστώτος να δανείζει εξαρτάται από τις ανάγκες των άλλων συμμετεχόντων στην αγορά να δανείζονται τα περιουσιακά στοιχεία που προσφέρονται ανά πάσα στιγμή. Το αν οι αντισυμβαλλόμενοι θέλουν πραγματικά να δανειστούν τίτλους, και για ποια διάρκεια, είναι εκτός του ελέγχου των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων. Επομένως, ο δανεισμός τίτλων δεν μπορεί να θεωρηθεί αξιόπιστη πηγή χρηματοδότησης. Όπως συμβαίνει και με την ανωτέρω διευθέτηση, αυτό θα είχε πιθανό αποτέλεσμα μη καταβληθείσες απαιτήσεις περιθωρίου, με την πιθανότητα να οδηγήσουν στην

αθέτηση υποχρεώσεων του μεσίτη εκκαθάρισης του μηχανισμού συνταξιοδοτικού καθεστώτος.

(vii) Εξασφαλισμένος δανεισμός από μη χρηματοπιστωτικές οντότητες

Η βασική μελέτη διαπιστώνει ότι πολλές μεγάλες εταιρικές οντότητες έχουν επί του παρόντος μεγάλα ταμειακά διαθέσιμα, τα οποία μπορεί να επιδιώκουν να δανείζουν με ασφάλεια.

Αυτή η εναλλακτική επιλογή θα σήμαινε παροχή τίτλων από τον μηχανισμό συνταξιοδοτικού καθεστώτος στο πλαίσιο συμφωνίας επαναγοράς και λήψη μετρητών από την εταιρική οντότητα ως ασφάλεια έναντι της επαναγοράς, παρόμοια με την πιθανή εναλλακτική λύση που περιγράφεται στο σημείο (v).

Επί του παρόντος δεν υπάρχει κατεστημένη αγορά για εξασφαλισμένες εταιρικές πιστοδοτήσεις προς τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων, συνεπώς, ενώ θεωρητικά οι εταιρείες μπορεί να έχουν τα μέσα για την παροχή μετρητών σε μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων, προκειμένου να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις περιθωρίου διαφορών αποτίμησης του ΚΑ, η δυναμικότητα και η αστάθεια μιας τέτοιας αγοράς είναι αδύνατο να εκτιμηθεί. Αυτή η εναλλακτική λύση εγείρει επίσης ερωτήματα κατά πόσον η δημιουργία μιας τέτοιας αγοράς θα απαιτούσε ρύθμιση και για την επίδραση που θα είχε στο κόστος και τη διαθεσιμότητα. Ως εκ τούτου, δεν μπορεί να θεωρηθεί βιώσιμη εναλλακτική επιλογή.

4. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

4.1. ΠΡΟΟΔΟΣ ΚΑΙ ΠΡΟΣΠΑΘΕΙΑ ΠΟΥ ΚΑΤΑΒΑΛΛΕΤΑΙ ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΚΑ

Μπορεί να εξαχθεί το συμπέρασμα ότι, με εξαίρεση την προτεινόμενη υπηρεσία συμφωνιών επαναγοράς μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων, που προσδιορίζεται στο τμήμα 3, δεν φαίνεται να έχει σημειωθεί επαρκής πρόοδος από τους ΚΑ, προκειμένου να αναπτύξουν τεχνικές λύσεις για τη μεταφορά ασφαλειών εκτός μετρητών ως περιθωρίων διαφορών αποτίμησης. Καμία από τις βασιζόμενες στις υποδομές πιθανές εναλλακτικές λύσεις που αναλύθηκαν και περιγράφονται στα σημεία (i) έως (iv) του τμήματος 3.2 δεν φαίνεται να επιδιώκεται από οποιουσδήποτε ΚΑ. Μπορεί να εξαχθεί το συμπέρασμα ότι αυτό οφείλεται στα εμπόδια που προσδιορίζει αυτή η έκθεση. Ωστόσο, οι ΚΑ θα πρέπει να εξακολουθήσουν να εξετάζουν τρόπους με τους οποίους θα μπορούσαν να αρθούν στην πράξη τα εμπόδια που εντοπίστηκαν στην υλοποίηση των πιθανών εναλλακτικών λύσεων.

Η έλλειψη προόδου όσον αφορά τον προσδιορισμό και την ανάπτυξη βιώσιμων λύσεων μπορεί να αποδοθεί στο γεγονός ότι οι ΚΑ που δεν έχουν αναπτύξει λύσεις

δεν είναι σε θέση επί του παρόντος να παρέχουν τις εν λόγω υπηρεσίες, αφού δεν διαχειρίζονται ήδη υπηρεσίες διαπραγμάτευσης ή εκκαθάρισης στις αγορές συμφωνιών επαναγοράς, που θα μπορούσαν να ενισχυθούν για να διευκολυνθεί ο μετασχηματισμός ασφαλειών. Μπορεί επίσης να υποτεθεί ότι οι ΚΑ έχουν επικεντρώσει τους πόρους τους, κατά τα τελευταία δύο με τρία έτη, στη συμμόρφωση των υπηρεσιών τους με τις απαιτήσεις που εφαρμόστηκαν πρόσφατα στο πλαίσιο του κανονισμού EMIR, καθώς και άλλες πτυχές των ρυθμιστικών μεταρρυθμίσεων σε επίπεδο ΕΕ και διεθνώς.[v] Σημαντικοί πόροι έχουν επίσης δαπανηθεί από τους ΚΑ για την ανάπτυξη λύσεων εκκαθάρισης πελατών γενικά, αφού οι υποχρεώσεις εκκαθάρισης βάσει του κανονισμού EMIR θα επεκταθούν σε μικρομεσαίους συμμετέχοντες στην αγορά (συμπεριλαμβανομένων των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων) που δεν είναι σε θέση να εκκαθαρίζουν άμεσα ως εκκαθαριστικά μέλη. Ως εκ τούτου, η έλλειψη προσπαθειών για την ανάπτυξη τεχνικών λύσεων θα μπορούσε να αποδοθεί στο γεγονός ότι οι ΚΑ δεν ήταν σε θέση να δώσουν προτεραιότητα στις νέες εξελίξεις σε αυτόν τον τομέα.

4.2 ΑΠΑΙΤΟΥΜΕΝΑ ΜΕΤΡΑ

Η Επιτροπή θα εξακολουθήσει να παρακολουθεί την εξέλιξη της υπηρεσίας με βάση συμφωνίες επαναγοράς που προτείνεται από τον σχετικό ΚΑ, προκειμένου να εκτιμηθεί κατά πόσον θα διατηρηθεί αυτή η εστίαση και θα εφαρμοστεί ομαλά η λύση το 2015, όπως αναμένεται. Η επιτυχής εφαρμογή της εν λόγω προτεινόμενης υπηρεσίας θα εξαρτηθεί επίσης από τη συνέχιση της συνεργασίας των πιθανών συμμετεχόντων μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων.

Η Επιτροπή θα συνεχίσει επίσης να συνεργάζεται με άλλους ΚΑ της ΕΕ που εκκαθαρίζουν τις σχετικές συναλλαγές εξωχρηματιστηριακών παραγώγων (συμβόλαια ανταλλαγής βάσει επιτοκίου και/ή πληθωρισμού), προκειμένου να εκτιμηθεί κατά πόσον παρόμοιες λύσεις θα μπορούσαν να υιοθετηθούν από τους εν λόγω ΚΑ. Όπως προσδιορίζεται ανωτέρω, αυτό μπορεί να εξαρτάται από την ικανότητα των άλλων ΚΑ να παρέχουν υπηρεσίες στη διαπραγμάτευση και εκκαθάριση συμφωνιών επαναγοράς, καθώς και στην εκκαθάριση εξωχρηματιστηριακών παραγώγων. Ωστόσο, η Επιτροπή προτρέπει έντονα όλους τους ΚΑ της ΕΕ, σε συνεργασία με τα εκκαθαριστικά μέλη τους και με μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων, να συνεχίσουν να εξετάζουν πώς μπορούν να ξεπεραστούν τα εμπόδια που αναλύονται στην παρούσα έκθεση για να επιτευχθούν λύσεις εκκαθάρισης που – είτε μεμονωμένα είτε σε συνδυασμό – θα μπορούσαν να παρέχουν την απαραίτητη δυναμικότητα για να εκκαθαρίζουν οι PSA κεντρικά τις συναλλαγές τους σε εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, με μικρότερο αντίκτυπο στις αποδόσεις τους. Μια κατάλληλη λύση θα επιτρέψει στους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων να συνεχίσουν τη δραστηριότητά τους σε εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, χωρίς απαγορευτικό κόστος,

παρέχοντας ταυτόχρονα τα πλεονεκτήματα της κεντρικής εκκαθάρισης στους αντισυμβαλλομένους τους και το ευρύτερο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Ωστόσο, η Επιτροπή αναγνωρίζει ότι, ελλείψει λύσης, οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων θα υποχρεούνταν τελικά να υποκαταστήσουν τίτλους έναντι μετρητών, προκειμένου να διατηρήσουν επαρκή αποθέματα ρευστών διαθεσίμων για την κάλυψη πιθανών απαιτήσεων περιθωρίου διαφορών αποτίμησης, από τον Αύγουστο του 2018 το αργότερο. Θα πρέπει επίσης να ληφθεί υπόψη ότι, παρόλο που καμία από τις πιθανές εναλλακτικές λύσεις δεν φαίνεται να παρέχει μια πλήρως ικανοποιητική λύση για τους PSA, μπορεί να χρειαστεί να χρησιμοποιηθεί ένας συνδυασμός μετασχηματισμού ασφαλειών. Η Επιτροπή θα ενθάρρυνε επίσης τον κλάδο να εξετάσει ποιες μακροπρόθεσμες ευκαιρίες χρηματοδότησης (όπως καλυμμένα ομόλογα ή τίτλοι εξασφαλισμένοι με περιουσιακά στοιχεία) μπορεί να είναι διαθέσιμες σε μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων οι οποίοι, μεμονωμένα ή σε συνδυασμό, θα μπορούσαν να παρέχουν επαρκή πηγή χρηματοδότησης με εμπιστοσύνη, περιλαμβανομένων των περιόδων άσκησης πιέσεων. Αναγνωρίζεται ότι οι εν λόγω ευκαιρίες χρηματοδότησης μπορεί να εξαρτώνται από την ικανότητα του μηχανισμού συνταξιοδοτικού καθεστώτος να διατηρεί νόμιμο τίτλο και/ή έλεγχο επί των τίτλων που ανταλλάσσονται με μετρητά και, ως εκ τούτου, θα απαιτείτο ευελιξία.

4.3 ΠΙΘΑΝΕΣ ΔΥΣΜΕΝΕΙΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ ΤΩΝ ΣΥΜΒΑΣΕΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΣΤΙΣ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΕΣ ΠΑΡΟΧΕΣ ΤΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΣΥΝΤΑΞΙΟΥΧΩΝ

Ελλείψει εξαίρεσης από την υποχρέωση εκκαθάρισης που να είναι διαθέσιμη, οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων θα αναγκάζονταν να διατηρούν ταμειακά διαθέσιμα αντί περιουσιακών στοιχείων υψηλότερης απόδοσης που διατηρούν συνήθως, όπως κρατικά ομόλογα. Η συνέχιση της διατήρησης μη ταμειακών περιουσιακών στοιχείων και η εξάρτηση από τις ανοικτές αγορές συμφωνιών επαναγοράς σε ad-hoc βάση δεν παρέχουν επαρκή βεβαιότητα. Όπως αναφέρεται στη βασική μελέτη, το κύριο αναγνωρίσιμο εμπόδιο για να γίνει αυτό είναι το γεγονός ότι οι τρέχουσες διμερείς αγορές συμφωνιών επαναγοράς δεν φαίνεται να διαθέτουν επαρκή ρευστότητα για να αντέχουν τις ανάγκες των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων της ΕΕ, σε σενάρια άσκησης πιέσεων. Αυτό το συμπέρασμα βασίζεται στην ανάλυση των αγορών κρατικών ομολόγων της ΕΕ. Η βασική μελέτη δείχνει ότι η συνολική απαίτηση περιθωρίου διαφορών αποτίμησης για μια κίνηση 100 μονάδων βάσης θα ήταν 204–255 δισ. ευρώ για τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων της ΕΕ. Από αυτό το ποσό, 98–123 δισ. ευρώ (82–103 δισ. λίρες Αγγλίας) θα αφορούσαν μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων του Ηνωμένου Βασιλείου και θα συνδέονταν, κατά κύριο λόγο, με περιουσιακά στοιχεία σε στερλίνες, και 106–130 δισ. ευρώ θα αφορούσαν περιουσιακά στοιχεία σε ευρώ (και πιθανώς σε άλλα νομίσματα).

Ακόμα κι αν οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων ήταν οι μόνοι ενεργοί συμμετέχοντες σε αυτές τις αγορές, η συνολική απαίτηση περιθωρίου διαφορών αποτίμησης για μια τέτοια κίνηση θα υπερέβαινε την προφανή ημερήσια δυναμικότητα των αγορών συμφωνιών επαναγοράς κρατικών ομολόγων του Ηνωμένου Βασιλείου και, πιθανώς, θα υπερέβαινε τα σχετικά μέρη των αγορών συμφωνιών επαναγοράς κρατικών ομολόγων της ΕΕ — δηλαδή κυρίως εκείνη των γερμανικών κρατικών ομολόγων. Η ρευστότητα συμφωνιών επαναγοράς υπάρχει σε άλλους τίτλους με μικρότερη ρευστότητα αλλά υψηλού βαθμού, παρόλο που οι αγορές για τα μέσα αυτά είναι πολύ πιο ευπαθείς στη συρρίκνωση σε περιόδους άσκησης πιέσεων.

Η διατήρηση ταμειακών διαθεσίμων για την κάλυψη πιθανών κινήσεων της αγοράς θα μειώσει τις συνολικές αποδόσεις που προκύπτουν από τις επενδύσεις που γίνονται προς όφελος των συνταξιούχων που ανήκουν στα καθεστώτα, οι οποίες μπορεί τελικά να μειώσουν τα συνολικά ποσά που καταβάλλονται από τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων ως συνταξιοδοτικό εισόδημα στους εν λόγω δικαιούχους.

Σύμφωνα με τη βασική μελέτη, το κόστος της μετακίνησης από τη διμερή εξασφάλιση στην παροχή περιθωρίου διαφορών αποτίμησης μετρητών με επίπτωση στους ΚΑ από την απαίτηση μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων θα μπορούσε, κατά συνέπεια, να ανέρχεται σε σωρευτική ποσοστιαία μείωση των εισοδημάτων συνταξιοδότησης έως και 3,1 τοις εκατό στις Κάτω Χώρες και 2,3 τοις εκατό στο Ηνωμένο Βασίλειο βάσει περιόδου 40 ετών. Η συνολική αναμενόμενη επίπτωση στα συνταξιοδοτικά εισοδήματα σε όλη την ΕΕ σε 20-40 έτη θα ήταν έως και 3,66%. Αυτό αποδίδεται άμεσα στη μείωση των αποδόσεων των επενδύσεων που αναμένονται από την υποχρέωση διατήρησης ταμειακών διαθεσίμων, αντί των τίτλων εκτός μετρητών.

Αυτή είναι μια σημαντική επίπτωση, που είναι πιθανό να επηρεάσει τους συνταξιούχους σε όλη την ΕΕ και μπορεί να θεωρηθεί δυσανάλογη σε σχέση με τα οφέλη που εξυπηρετούνται από την απαίτηση να εκκαθαρίζουν οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων σε αυτό το στάδιο. Αυτό το συμπέρασμα λαμβάνει υπόψη το γεγονός ότι οι συναλλαγές θα απαιτείται σε κάθε περίπτωση να είναι εξασφαλισμένες σε διμερή βάση, στο πλαίσιο των επικείμενων διμερών απαιτήσεων περιθωρίου ασφαλείας, σύμφωνα με το άρθρο 11 παράγραφος 3 του κανονισμού EMIR, μετριάζοντας με αυτόν τον τρόπο τον πιστωτικό κίνδυνο των αντισυμβαλλομένων σε συναλλαγές στις οποίες είναι αντισυμβαλλόμενοι, τόσο από την πλευρά των τραπεζών όσο και των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων.

Είναι πιθανό οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων στο υψηλότερο άκρο της κλίμακας αυτής της επίπτωσης να επιλέξουν να μην αντισταθμίζουν τις υποχρεώσεις τους προκειμένου να διατηρήσουν τα τρέχοντα επίπεδα συνταξιοδοτικού εισοδήματος για τους δικαιούχους. Αυτό θα δημιουργούσε τον κίνδυνο ζημιών σε επενδύσεις, ως

αποτέλεσμα μη αντισταθμισμένης αστάθειας της αγοράς, που θα οδηγούσε εξίσου σε μείωση των συνταξιοδοτικών εισοδημάτων.

Πάντως, πρέπει να σημειωθεί ότι, καθώς η σημαντική πλειονότητα των τυποποιημένων συμβάσεων εξωχρηματιστηριακών παραγώγων κινούνται προς την κεντρική εκκαθάριση, οι μη εκκαθαρισμένες συμβάσεις μπορεί να έχουν λιγότερη ρευστότητα με την πάροδο του χρόνου. Αυτό από μόνο του θα περιόριζε τη συνολική διαφορά κόστους μεταξύ των εκκαθαρισμένων και των μη εκκαθαρισμένων συμβάσεων στο μέλλον.

4.4 ΠΡΟΤΑΣΗ ΚΑΤ' ΕΞΟΥΣΙΟΔΟΤΗΣΗ ΠΡΑΞΗΣ

Η Επιτροπή θεωρεί ότι δεν έχει καταβληθεί, κατά την παρούσα χρονική στιγμή, προσπάθεια για την ανάπτυξη πρόσφορων τεχνικών λύσεων, και ότι ο δυσμενής αντίκτυπος της κεντρικής εκκαθάρισης των συμβάσεων παραγώγων για τις συνταξιοδοτικές παροχές των μελλοντικών συνταξιούχων παραμένει αμετάβλητος.

Ως εκ τούτου, η Επιτροπή προτίθεται να προτείνει επέκταση της τριετούς περιόδου που αναφέρεται στο άρθρο 89 παράγραφος 1 του κανονισμού EMIR, κατά δύο έτη, μέσω μιας κατ' εξουσιοδότηση πράξης. Η Επιτροπή θα εξακολουθήσει να παρακολουθεί την κατάσταση σε σχέση με τις τεχνικές λύσεις για να παράσχουν οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων μη ταμειακά περιουσιακά στοιχεία για την κάλυψη των απαιτήσεων περιθωρίου διαφορών αποτίμησης, προκειμένου να εκτιμηθεί κατά πόσον η αυτή περίοδος θα πρέπει να παραταθεί κατά ένα ακόμη έτος.

---

[i] Όπως ορίζεται στο άρθρο 2 παράγραφος 10 του κανονισμού EMIR.

[ii] Άρθρο 89 παράγραφος 1 και παράγραφος 2 του κανονισμού EMIR, η εξαίρεση ισχύει μόνο για εξωχρηματιστηριακά παράγωγα για τα οποία μπορεί να υπολογιστεί αντικειμενικά ότι μειώνουν τους επενδυτικούς κινδύνους που συνδέονται άμεσα με τη χρηματοοικονομική φερεγγυότητα των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων και όπου ο μηχανισμός συνταξιοδοτικού καθεστώτος αντιμετωπίζει δυσκολίες στην εκπλήρωση των απαιτήσεων περιθωρίου διαφορών αποτίμησης.

iii Η βασική μελέτη θα δημοσιοποιηθεί στον δικτυακό τόπο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#maincontentSec2

[iv] Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η υπό ανάπτυξη υπηρεσία δεν θα περιοριζόταν στους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων αλλά θα μπορούσε να παρέχεται σε άλλους συμμετέχοντες στην αγορά με παρόμοιες ανάγκες.

[v] Αρκετοί ΚΑ της ΕΕ έχουν εγκριθεί και λειτουργούν σε δικαιοδοσίες τρίτων χωρών.