EVROPSKA
KOMISIJA

Bruselj, 9.6.2022
COM(2022) 254 final

POROČILO KOMISIJE EVROPSKEMU PARLAMENTU IN SVETU

na podlagi člena 85(2) Uredbe (EU) št. 648/2012 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 4. julija 2012 o izvedenih finančnih instrumentih OTC, centralnih nasprotnih strankah in repozitorijih sklenjenih poslov, kakor je bila spremenjena z Uredbo (EU) 2019/834, o oceni, ali so bile razvite izvedljive tehnične rešitve za prenos zavarovanja z denarnimi in nedenarnimi sredstvi kot gibljivega kritja v okviru pokojninskih shem, in potrebe po morebitnih ukrepih za spodbujanje teh izvedljivih tehničnih rešitev

POROČILO KOMISIJE EVROPSKEMU PARLAMENTU IN SVETU

na podlagi člena 85(2) Uredbe (EU) št. 648/2012 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 4. julija 2012 o izvedenih finančnih instrumentih OTC, centralnih nasprotnih strankah in repozitorijih sklenjenih poslov, kakor je bila spremenjena z Uredbo (EU) 2019/834, o oceni, ali so bile razvite izvedljive tehnične rešitve za prenos zavarovanja z denarnimi in nedenarnimi sredstvi kot gibljivega kritja v okviru pokojninskih shem, in potrebe po morebitnih ukrepih za spodbujanje teh izvedljivih tehničnih rešitev

1. UVOD

Uredba o infrastrukturi evropskega trga[1] (EMIR) vsebuje začasno izvzetje subjektov, ki upravljajo pokojninske sheme, iz obveznosti centralnega kliringa v zvezi z nekaterimi vrstami izvedenih finančnih instrumentov, s katerimi se trguje zunaj organiziranega trga (OTC)[2]. Izvzetje je bilo od leta 2012 večkrat podaljšano[3]. Trenutno velja do 18. junija 2022. Komisija lahko sprejme delegirani akt, s katerim izvzetje zadnjič podaljša do junija 2023.

Zahteva, da pokojninske sheme opravljajo kliring pogodb o izvedenih finančnih instrumentih OTC prek centralne nasprotne stranke (CNS), bi lahko privedla do preoblikovanja znatnega zneska njihovih sredstev v denarna sredstva ali druga visoko likvidna sredstva, kot so bančne vloge, delnice skladov denarnega trga, pogodbe o začasni prodaji ali kreditne linije, da bi lahko CNS zagotovile „kritje“[4]. Obveznost kliringa in s tem povezana zahteva po zagotavljanju kritja[5] se nanašata zlasti na potrebo po zagotovitvi zadostnih denarnih sredstev za gibljivo kritje[6], ki ga je treba zagotavljati redno in v kratkem času. Zato obstaja tveganje, da bi prezgodnja zahteva, da pokojninske sheme opravljajo centralni kliring pogodb o izvedenih finančnih instrumentih OTC, privedla do tega, da pokojninske sheme odsvojijo znaten del svojih sredstev za denarna sredstva, da bi ustvarile kapitalske blažilnike in s tem izpolnile morebitne zahteve CNS po kritju, s čimer bi se zmanjšala sredstva, dodeljena naložbam, ki ustvarjajo prihodke za kritje prihodnjih pokojnin. Kljub temu končni cilj Uredbe ostaja čimprejšnja izvedba centralnega kliringa za pokojninske sheme.

---

[1] Uredba (EU) št. 648/2012 o izvedenih finančnih instrumentih OTC, centralnih nasprotnih strankah in repozitorijih sklenjenih poslov.

[2] Pokojninske sheme v skladu s členom 2(10) uredbe EMIR vključujejo institucije za poklicno pokojninsko zavarovanje, kot so opredeljene v členu 6(a) Direktive 2003/41/ES, dejavnosti poklicnega pokojninskega zavarovanja institucij iz člena 3 navedene direktive, dejavnosti poklicnega pokojninskega zavarovanja zavarovalnic, zajetih v Direktivi 2002/83/ES (v določenih okoliščinah), ter druge pooblaščene in nadzorovane subjekte ali sheme, ki delujejo na nacionalni ravni in katerih glavni namen je zagotavljati pokojnine. V skladu s členom 89(1) uredbe EMIR se izvzetje nanaša na izvedene finančne instrumente OTC, ki objektivno merljivo zmanjšujejo investicijska tveganja, ki so neposredno povezana s finančno solventnostjo pokojninskih shem.

[3] Izvzetje je bilo nazadnje podaljšano maja 2021 z Delegirano uredbo Komisije (EU) 2021/962 o podaljšanju prehodnega obdobja iz prvega pododstavka člena 89(1) Uredbe (EU) št. 648/2012.

[4] Kritje je zavarovanje, ki ga mora vlagatelj deponirati. Uredba EMIR razlikuje med začetnim in gibljivim kritjem. Začetno kritje je namenjeno kritju sedanjih in morebitnih prihodnjih nihanj vrednosti.

[5] Subjekti, ki upravljajo pokojninske sheme, katerih primarni namen je zagotavljanje pokojnine, ki se običajno izplačuje vse življenje, pa tudi v obliki časovno omejenih plačil ali v enkratnem znesku, običajno posedujejo malo denarnih sredstev, da bi s tem čim bolj povečali uspešnost in izboljšali donos za zavarovance. Glej uvodno izjavo 26 Uredbe (EU) št. 648/2012 o izvedenih finančnih instrumentih OTC, centralnih nasprotnih strankah in repozitorijih sklenjenih poslov.

[6] Gibljivo kritje je zavarovanje, ki ga stranka redno pobira, da upošteva spremembe v tržni vrednosti odprte pogodbe. Ker je treba pozive k plačilu gibljivega kritja običajno izpolniti v kratkem roku (npr. čez noč ali celo znotraj dneva), ima denarna pozicija osrednjo vlogo, saj so denarna sredstva najpogosteje uporabljen instrument za izpolnitev teh pozivov.

V skladu s členom 85(2) uredbe EMIR mora Komisija pripraviti letna poročila, v katerih oceni, ali so bile razvite izvedljive tehnične rešitve za prenos zavarovanja z denarnimi in nedenarnimi sredstvi kot gibljivega kritja v okviru pokojninskih shem, in potrebo po ukrepih za spodbujanje njihove uporabe. To je tretje poročilo Komisije, v katerem je predstavljen dosedanji napredek.

2. PREJETI PRISPEVKI

Od začetka veljavnosti uredbe EMIR REFIT 17. junija 2019[7] delo poteka na različnih forumih za spremljanje napredka pokojninskih shem pri opravljanju centralnega kliringa. Prispevke so predložili Evropski organ za vrednostne papirje in trge (ESMA), Evropski bančni organ (EBA), Evropski organ za zavarovanja in poklicne pokojnine (EIOPA) in Evropski odbor za sistemska tveganja (ESRB) ter udeleženci na trgu prek strokovne skupine za pokojninske sheme[8]. ESMA je v sodelovanju z EBA, EIOPA in ESRB v skladu z uredbo EMIR Komisiji predložil letna poročila o oceni tega vprašanja. Komisija je prvo poročilo[9] prejela aprila 2020. Drugo poročilo[10] je bilo Komisiji predloženo decembra 2020[11]. Zadnje[12] poročilo ESMA je bilo Komisiji poslano januarja 2022.

Ob upoštevanju prejetih prispevkov je Komisija do zdaj objavila dve poročili[13][14], v katerih je ocenila likvidnostne razmere in raziskala različne ureditve kliringa za pokojninske sklade. V teh poročilih so bili predstavljeni argumenti v zvezi s poznejšimi podaljšanji izvzetja.[15]

ESMA je v poročilu iz januarja 2022 sklenil, da so opis, analiza in ugotovitve, podrobno opisani v obsežnem drugem poročilu, še vedno veljavni. Zdelo se mu je malo verjetno, da bi kljub prizadevanjem deležnikov in regulatorjev obstajala edinstvena rešitev za obravnavo pomislekov pokojninskih shem. Namesto tega bi si bilo treba prizadevati za kombinacijo rešitev, ki olajšujejo dostop do likvidnosti ali zmanjšujejo pritisk glede opravljanja kliringa. Zadnje poročilo je bilo zato osredotočeno na oceno ravni operativne pripravljenosti pokojninskih shem, da opravijo kliring svojih obrestnih izvedenih finančnih instrumentov OTC. ESMA je sklenil, da so pokojninske sheme z operativnega vidika večinoma pripravljene, pri čemer je opozoril na kombinacijo rešitev, ki so na voljo pokojninskim

[7] Uredba (EU) 2019/834 Evropskega parlamenta in Sveta o spremembi Uredbe (EU) št. 648/2012 glede obveznosti kliringa, uvedbe mirovanja obveznosti kliringa, zahtev glede poročanja, tehnik zmanjševanja tveganja za pogodbe o izvedenih finančnih instrumentih OTC brez kliringa prek centralne nasprotne stranke, registracije in nadzora repozitorijev sklenjenih poslov in zahtev za repozitorije sklenjenih poslov (EMIR REFIT).

[8] V skladu s členom 85(2) uredbe EMIR je Evropska komisija vzpostavila strokovno skupino, ki jo sestavljajo predstavniki centralnih nasprotnih strank, klirinški člani, pokojninske sheme in druge zadevne stranke, za spremljanje njihovih prizadevanj in oceno napredka pri iskanju izvedljivih tehničnih rešitev.

[9] Rešitve centralnega kliringa za pokojninske sheme, Evropski organ za vrednostne papirje in trge, 2. april 2020, ESMA70-151-2823.

[10] Poročilo o rešitvah centralnega kliringa za pokojninske sheme (št. 2), Evropski organ za vrednostne papirje in trge, 17. december 2020, ESMA70-151-3248.

[11] Prav tam. Za podrobnosti glej poglavje 4 „Javno posvetovanje“. Ugotovitve iz drugega poročila so bile podprte z obsežnim javnim posvetovanjem. V njem so bili zbrani mnenja deležnikov ter posodobljeni podatki o portfeljih evropskih pokojninskih shem in kvantitativnem učinku prenosa portfeljev izvedenih finančnih instrumentov OTC v centralni kliring.

[12] Obveznost kliringa za pokojninske sheme, Evropski organ za vrednostne papirje in trge, 25. januar 2022, ESMA70-451-110.

[13] COM(2020) 574 final.

[14] COM(2021) 224 final.

[15] Prvotno izvzetje je bilo zagotovljeno z uredbo EMIR do 16. avgusta 2018, uredba EMIR REFIT pa je zagotovila dodatno podaljšanje do junija 2021, ki bi se lahko podaljšalo še za eno ali dve leti.

shemam, zaradi česar je po njegovem mnenju manj razlogov za drugačno obravnavo pokojninskih shem v primerjavi z drugimi udeleženci na trgu. Poleg tega je ESMA poudaril, da bi bilo treba podaljšanje izvzetja iz obveznosti kliringa obravnavati v širšem okviru krepitve zmogljivosti kliringa v EU in povečanja privlačnosti CNS iz EU, k čemur lahko prispeva tudi prenehanje tega izvzetja.

Kljub temu naj bi po mnenju ESMA številni operativni vidiki upravičevali, da se pokojninskim shemam odobri več časa, preden zanje velja obveznost kliringa. ESMA je zlasti poudaril, da pokojninske sheme in zadevni udeleženci na trgu potrebujejo čas za dokončanje svojih ureditev kliringa in upravljanja zavarovanja s premoženjem. Dodal je tudi, da mora biti odločitev Komisije sporočena dovolj zgodaj, da lahko vse strani, na katere sprememba vpliva, prilagodijo svoje načrte izvajanja. Ob upoštevanju navedenega je ESMA priporočil, da se izvzetje iz obveznosti kliringa nadalje podaljša do 19. junija 2023.

Strokovna skupina za pokojninske sheme se je od zadnjega poročila Komisije maja 2021 sestala trikrat. Udeleženci so potrdili, da so pokojninske sheme v veliki meri pripravljene za kliring, imajo vzpostavljene ureditve kliringa in prostovoljno opravljajo kliring nekaterih poslov. Hkrati so pokojninske sheme poudarile, da je temeljna težava še vedno dostop do denarnih sredstev. Strokovna skupina za pokojninske sheme je za obravnavanje te težave kot o morebitni rešitvi za likvidnost razpravljala zlasti o repo poslih z opravljenim kliringom. Vendar so pokojninske sheme opozorile, da je to sicer korak v pravo smer, vendar bi zaradi prevelikega zanašanja na trg repo poslov z opravljenim kliringom v izrednih tržnih razmerah postale ranljive za preostalo likvidnostno tveganje.

3. POLITIČNO OZADJE

Združeno kraljestvo je ključno vozlišče za centralni kliring izvedenih finančnih instrumentov in ostaja pomembna lokacija za kliring s strani akterjev na trgu EU, ki so z leti ustvarili znatno število pozicij pri CNS iz Združenega kraljestva. Številne pokojninske sheme v EU imajo ureditve kliringa trenutno vzpostavljene v EU in Združenem kraljestvu, vendar analiza kaže, da kliring v večjem deležu izvajajo v Združenem kraljestvu. Da bi se izognila tveganjem za finančno stabilnost v EU, je Komisija septembra 2020 sprejela sklep o začasni enakovrednosti, v katerem je zajet regulativni in nadzorni okvir Združenega kraljestva za CNS, ki je sprva trajal do junija 2022[16], nato pa je bil podaljšan do 30. junija 2025[17]. Medtem so bili udeleženci na trgu EU pozvani, naj zmanjšajo svojo izpostavljenost do CNS iz Združenega kraljestva, saj lahko obseg take izpostavljenosti organom EU oteži upravljanje finančne stabilnosti v primeru zaostrenih razmer na trgu.

Komisija je januarja 2021 ustanovila delovno skupino, ki vključuje evropske nadzorne organe, ESRB, ECB in enotni mehanizem nadzora, da bi ocenila priložnosti in izzive pri prenašanju kliringa izvedenih finančnih instrumentov s CNS v Združenem kraljestvu na CNS v EU. Skupina se je obrnila tudi na različne deležnike, da bi zbrala mnenja in prispevke. Razprave v skupini so potrdile tveganja za EU, ki izhajajo iz izpostavljenosti do CNS iz Združenega kraljestva. Taka tveganja so bila poudarjena tudi v oceni sistemskih CNS iz

[16] Izvedbeni sklep Komisije (EU) 2020/1308 o določitvi, da je regulativni okvir, ki se uporablja za centralne nasprotne stranke v Združenem kraljestvu Velika Britanija in Severna Irska, za omejeno obdobje enakovreden v skladu z Uredbo (EU) št. 648/2012 Evropskega parlamenta in Sveta.

[17] Izvedbeni sklep Komisije (EU) 2022/174 o določitvi, da je regulativni okvir, ki se uporablja za centralne nasprotne stranke v Združenem kraljestvu Velika Britanija in Severna Irska, za omejeno obdobje enakovreden v skladu z Uredbo (EU) št. 648/2012 Evropskega parlamenta in Sveta.

tretjih držav, ki jo je ESMA izvedel v okviru uredbe EMIR 2.2[18] in je bila dokončana decembra lani[19].

Zato bo Komisija v drugi polovici leta 2022 za podporo učinkovitim in konkurenčnim klirinškim storitvam predlagala ukrepe, s katerimi bodo CNS iz EU postale privlačnejše za udeležence na trgu, tako da bo povečala privlačnost in stroškovno učinkovitost EU kot klirinškega vozlišča in okrepila nadzorni okvir EU za CNS za boljše upravljanje povezanih tveganj.

V tem okviru bi odprava izvzetja pokojninskih shem lahko pripomogla k razvoju združenih likvidnih sredstev EU, kar bi lahko privabilo nadaljnji kliring v EU.

4. RAZVOJ OD PRVOTNIH POROČIL KOMISIJE

Namen začasnega izvzetja iz obveznosti kliringa je bil pokojninskim shemam in drugim zadevnim udeležencem na trgu zagotoviti dovolj časa za razlikovanje virov likvidnosti, da bi pokrili potrebe po gibljivih kritjih in razvili operativno zmogljivost za opravljanje kliringa velikih portfeljev izvedenih finančnih instrumentov.

4.1 Likvidnost

Namen začasnega izvzetja pokojninskih shem iz obveznosti kliringa je ublažiti vpliv, ki bi ga obveznost kliringa imela na njihovo dodelitev denarnih sredstev. Najpogostejši razlog za to, da pokojninske sheme uporabljajo izvedene finančne instrumente OTC, je nezadostno število izdaj visokokakovostnih obveznic z dolgim rokom zapadlosti, kar omejuje njihovo zmožnost ustreznega obvladovanja obrestnih tveganj[20]. To vzbuja pomisleke glede dostopa do denarnih sredstev v obdobjih zaostrenih razmer na trgu[21], ko se okrepijo pozivi k plačilu kritja in pokojninske sheme tekmujejo za likvidnost z drugimi subjekti na trgu.

Likvidnostne razmere za pokojninske sheme so se od začetka obveznosti iz uredbe EMIR za centralni kliring nekaterih razredov izvedenih finančnih instrumentov OTC razvijale ugodno, dobro celo v zadnjih obdobjih nestanovitnosti. Z izjemo marca in aprila 2020, ko so bili dnevni pozivi k plačilu gibljivega kritja znatno višji od običajnih povprečnih tokov[22], pokojninske sheme niso imele likvidnostnih težav, povezanih s pozivi k plačilu kritja. Marca 2020 je bil obseg plačil gibljivega kritja velik v primerjavi z visoko likvidnimi sredstvi

[18] Uredba (EU) 2019/2099 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 23. oktobra 2019 o spremembi Uredbe (EU) št. 648/2012 v zvezi s postopki in organi, ki sodelujejo pri izdaji dovoljenja CNS, in zahtevami za priznanje CNS iz tretjih držav, UL L 322, 12.12.2019).

[19] Poročilo ESMA o oceni v skladu s členom 25(2c) uredbe EMIR je na voljo na spletnem naslovu: https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-results-its-assessment-systemically-important-uk-central. ESMA je ugotovil, da so storitev Swapclear, ki jo opravlja družba LCH Ltd za obrestne izvedene finančne instrumente, denominirane v eurih in poljskih zlotih, ter segmenta poslov kreditne zamenjave in kratkoročnih obrestnih izvedenih finančnih instrumentov družbe ICE Clear Europe Ltd za produkte, denominirane v eurih, bistvenega sistemskega pomena za EU ali eno ali več držav članic.

[20] Poročilo Evropski komisiji o rešitvah centralnega kliringa za pokojninske sheme (št. 2), Evropski organ za vrednostne papirje in trge, 17. december 2020, ESMA70-151-3248.

[21] Ta pomislek je mogoče ponazoriti z znatnimi nihanji gibljivega kritja v marcu 2020. Med 11. in 23. marcem 2020 so morale evropske zavarovalne družbe in pokojninski skladi svojim nasprotnim strankam plačati dodatnih 50 milijard EUR gibljivega kritja. Več kot 90 % tega zneska so položile nizozemske zavarovalne družbe in pokojninski skladi, ki imajo izjemno velike in dolgotrajne portfelje. Vir: „Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds“ (Medsebojna povezanost trgov izvedenih finančnih instrumentov in skladov denarnega trga prek zavarovalnih družb in pokojninskih skladov), Evropska centralna banka, Pregled finančne stabilnosti, november 2020.

[22] Pregled praks kritja – posvetovalno poročilo, Banka za mednarodne poravnave, oktober 2021.

pokojninskih skladov, zaradi česar so bili nekateri od njih pod likvidnostnim pritiskom[23]. Kljub temu so jih pokojninski skladi na splošno lahko izvedli[24].

V obdobjih zaostrenih razmer na trgu lahko repo trg postane pomemben vir likvidnosti za udeležence na nakupni strani, vključno s pokojninskimi shemami. Udeleženci na trgu so bili v zadnjih letih dejavni pri omogočanju ekosistema kliringa repo poslov pokojninskim shemam in drugim subjektom. Nemška CNS Eurex je vzpostavila model „neposrednega dostopa“ za olajšanje dostopa do kliringa. Ta vključuje repo posle in zamenjave obrestnih mer. Pred kratkim je druga klirinška družba v EU[25] odprla ponudbo „sponzoriranega“ modela repo poslov z opravljenim kliringom[26], s čimer se je povečala zmogljivost preoblikovanja zavarovanja s premoženjem. Ti modeli se bodo v letih 2022 in 2023 po pričakovanjih še naprej utrjevali, kar bo privedlo do večje uporabe s strani klirinških sponzorjev in udeležencev na nakupni strani.

Kljub temu pokojninske sheme še naprej poročajo o pomislekih glede svojega likvidnostnega položaja. Čeprav je likvidnost do zdaj ostala močna, se lahko zaostri, zlasti na trgu splošnega zavarovanja s premoženjem[27], ko se bo denarna politika srednjeročno normalizirala[28]. Po navedbah pokojninskih shem bi to lahko privedlo do tega, da bi morale prodati deleže, kot so lastniški vrednostni papirji, podjetniške obveznice in državne obveznice. V takem okolju bi prodajale na padajočem trgu, taka prodaja sredstev pa bi lahko še povečala pritisk na zniževanje padajočih cen sredstev.

Glede na navedeno bi lahko bili na voljo alternativni viri denarnega toka. Podaljšanje obratovalnega časa sistemov TARGET2[29] in T2S[30] pozneje v tem letu bi lahko na primer pomagalo zagotoviti, da se lahko transakcije financiranja iz repo poslov, denominiranih v eurih, poravnajo ob prihodu pozivov k plačilu kritja. Čeprav se ti novi modeli dostopa zdijo primernejši za potrebe velikih pokojninskih shem, bankam omogočajo sprostitev bilančne zmogljivosti, morda tudi v korist manjših pokojninskih shem. Pokojninske sheme vseeno

[23] „Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds“ (Medsebojna povezanost trgov izvedenih finančnih instrumentov in skladov denarnega trga prek zavarovalnih družb in pokojninskih skladov), Evropska centralna banka, november 2020.

[24] Na primer, skupno gibljivo kritje, ki so ga nizozemske zavarovalne družbe in pokojninski skladi položili marca 2020, je doseglo približno 77 % njihovih visoko likvidnih sredstev, čeprav je verjetno, da bo to prikrilo določeno heterogenost. Vir: „Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds“ (Medsebojna povezanost trgov izvedenih finančnih instrumentov in skladov denarnega trga prek zavarovalnih družb in pokojninskih skladov), Evropska centralna banka, Pregled finančne stabilnosti, november 2020.

[25] LCH RepoClear SA clears first euro repo by Sponsored Member (Družba LCH RepoClear SA opravila kliring prvega repo posla v eurih, ki ga je opravil sponzorirani član), sporočilo za javnost družbe LCH, 10. december 2021.

[26] Ti modeli podjetjem na nakupni strani omogočajo dostop do kliringa s podporo banke („klirinški zastopnik“ ali „sponzor“), kar bi običajno olajšalo plačila kritja in za transakcije zagotovilo prispevke v jamstveni sklad.

[27] Splošno zavarovanje s premoženjem je sklop izdaj vrednostnih papirjev, s katerimi se na repo trgu trguje po enaki ali zelo podobni ceni repo poslov. Ti vrednostni papirji se zato lahko medsebojno nadomestijo, ne da bi pri tem bistveno spremenili repo posel. Likvidnost na trgu repo poslov v okviru splošnega zavarovanja s premoženjem je ključna za pokojninske sheme.

[28] „Monetary policy in an uncertain world“ (Monetarna politika v negotovem svetu), govor Ch. Lagarde, predsednice Evropske centralne banke, Frankfurt na Majni, 17. marec 2022.

[29] TARGET2 je sistem bruto poravnave v realnem času, ki je v lasti in upravljanju Eurosistema. Poravnava plačila, povezana z operacijami monetarne politike Eurosistema, ter transakcije med bankami in trgovinske transakcije.

[30] TARGET2-Securities (T2S) je skupna platforma, na kateri se lahko vrednostni papirji in denarna sredstva z uporabo usklajenih pravil in praks prenašajo med vlagatelji po vsej Evropi. Trenutno T2S uporablja 20 evropskih držav.

pozivajo k uvedbi povezave centralne banke s platformo repo poslov z opravljenim kliringom, da bi lahko te posredovale na repo trgu in delovale kot ponudnice denarnih sredstev za pokojninske sklade (in druge udeležence na trgu) z uporabo repo poslov z opravljenim kliringom.

Kljub temu je treba opozoriti, da niti ESMA v treh letnih poročilih niti strokovna skupina za pokojninske sheme nista navedla, da bi se likvidnostne razmere kadar koli, niti spomladi 2020, tako poslabšale, da bi trajno ogrozile sposobnost pokojninskih shem za izpolnjevanje pozivov k plačilu kritja. Podobno so klirinške storitve za državne obveznice in repo posle ostale odporne in stabilne, v nasprotju z likvidnostjo na dvostranskem repo trgu. Tudi pred posredovanjem centralne banke noben sklad denarnega trga[31] ni začasno ustavil izplačil, repo trg pa je še naprej deloval, kar pomeni, da so pokojninske sheme še naprej lahko dostopale do likvidnosti. Kljub temu imajo lahko pokojninske sheme v času zaostrenih razmer posredno korist od operacij centralne banke, katerih namen je podpreti ranljive segmente trga, kot se je zgodilo marca in aprila 2020, ko je ECB bankam zagotovila posojila za nakup sredstev od skladov denarnega trga ali ko je razširila zavarovanje na nezavarovane bančne obveznice[32].

4.2 Operativna pripravljenost za kliring

Pokojninske sheme so večinoma pripravljene za kliring, kar pomeni, da imajo vzpostavljene ureditve kliringa in prostovoljno opravljajo kliring nekaterih poslov. Te ugotovitve potrjuje zadnje poročilo ESMA, v katerem je bila ugotovljena visoka raven operativne pripravljenosti pokojninskih shem za kliring[33].

Analiza ESMA kaže, da je približno tretjina pokojninskih shem, ki opravljajo kliring poslov, začela opravljati kliring v preteklem letu. Vendar obstajajo nekatere razlike med pokojninskimi shemami (nekatere opravljajo kliring velike večine svojih poslov, nekatere zelo malo ali nič) in zdi se, da je dejavnost kliringa koncentrirana (približno 70 % nominalnega zneska poslov z opravljenim kliringom je mogoče pripisati zgolj petim pokojninskim shemam). Kar zadeva delež poslov z opravljenim kliringom, analiza kaže, da se opravi kliring približno 25 % nominalnega zneska poslov (40 % poslov) pokojninskih shem. Medtem ko tri največje pokojninske sheme običajno opravijo kliring povprečno 25 %, vendar ne več kot 25–30 % svojih poslov, srednje velike in majhne pokojninske sheme opravijo kliring od 0 do 100 % svojih poslov.

Vendar je bilanca dejavnosti kliringa med družbama Eurex in LCH Ltd za zamenjave pokojninskih shem, za katere je bil opravljen kliring, v smislu skupnega obsega kliringa v enakem razmerju kot na preostalem trgu, tj. da ima družba LCH Ltd še vedno prevladujoč tržni delež. Kar zadeva ureditve kliringa, pa je slika drugačna. Analiza pokojninskih shem, ki presegajo prag začetnega kritja v višini 8 milijard EUR, kaže podobne deleže pri pokojninskih shemah, ki imajo vsaj en posel z opravljenim kliringom pri družbi Eurex (76 %) in vsaj en posel z opravljenim kliringom pri družbi LCH Ltd (80 %). To bi pomenilo, da ima velika večina večjih pokojninskih shem, na katere bo najverjetneje vplivala zahteva po kliringu, vzpostavljene ureditve za kliring pri kateri koli CNS. Glede na izračune ESMA bi bilo v obveznost kliringa iz uredbe EMIR zajetih 31 pokojninskih shem v EU, saj bi presegale

[31] Skladi denarnega trga vlagajo v likvidne kratkoročne instrumente (običajno z dospelostjo do 1 leta). Ti skladi vlagateljem ponujajo nizko tveganje in zmožnost črpanja likvidnosti (likvidacije naložbe), kadar je to potrebno.

[32] Uredba EU o skladih denarnega trga – zakonodajni pregled, Evropski organ za vrednostne papirje in trge, 26. marec 2021, ESMA34-49-309.

[33] Te ugotovitve so bile predstavljene in obravnavane na sestanku strokovne skupine Evropske komisije 14. decembra 2021, udeleženci, ki so sodelovali, pa so potrdili, da se trendi ujemajo.

pragove kliringa[34]. Velika večina teh pokojninskih shem (80 %) je opravila kliring vsaj enega posla, vendar ne nujno celotnega portfelja izvedenih finančnih instrumentov, zato imajo vzpostavljene nekatere ureditve kliringa. Cilj razvoja strategije Komisije za kliring, ki bo predstavljena pozneje v letu 2022, je izboljšati privlačnost kliringa v EU.

Nazadnje je treba poudariti, da so pokojninske sheme kljub vse večji operativni pripravljenosti izrazile zaskrbljenost glede zadostnih zmogljivosti za kliring vseh svojih izvedenih finančnih instrumentov, za katere velja obveznost kliringa. Navedle so, da bi lahko zvišanje stopnje kliringa s sedanjih ravni pomenilo izzive v smislu omejitev zmogljivosti kliringa, ki jih povzroča omejeno število klirinških članov ali njihove morebitne omejitve kliringa.

5. ZAKLJUČEK

Sedanje izvzetje iz obveznosti centralnega kliringa preneha veljati 18. junija 2022. Uredba EMIR REFIT Komisiji omogoča, da to začasno izvzetje zadnjič podaljša do 18. junija 2023, če ugotovi, da udeleženci na trgu potrebujejo več časa za nadaljnji razvoj in sprejetje ustreznih tehničnih rešitev ter da negativni učinki centralnega kliringa pogodb o izvedenih finančnih instrumentih na pokojninske prihodke ostajajo nespremenjeni.

Analiza Komisije kaže, da se likvidnostne razmere za pokojninske sheme še naprej izboljšujejo in da so se pojavili različni modeli za dostop do centralnega kliringa ali preoblikovanje zavarovanja s premoženjem. Čeprav se je enotna rešitev za zagotavljanje kritja CNS s strani pokojninskih shem v zaostrenih tržnih razmerah izkazala za težko izvedljivo, obstaja vrsta instrumentov, ki bi morali pokojninskim skladom omogočiti učinkovit kliring v različnih tržnih razmerah, tudi zaostrenih.

Da bi lahko pokojninski skladi v EGP v celoti izkoristili razpoložljive rešitve, bodo morali okrepiti svojo operativno zmogljivost za kliring ter upravljanje likvidnosti in zavarovanja s premoženjem. Analiza, ki jo je predložil ESMA, je pokazala, da se število pokojninskih shem, ki opravljajo kliring, še naprej povečuje, vendar pa se stopnja pripravljenosti v sektorju razlikuje. Zato bi pokojninske sheme in njihovi klirinški člani CNS potrebovali dodaten čas za dokončanje ureditev, potrebnih za kliring vseh pogodb, ki spadajo na področje uporabe. Čas je potreben tudi za obravnavo likvidnostne pripravljenosti pokojninskih shem, saj se zdi, da nimajo vse vzpostavljenega ustreznega upravljanja likvidnosti. Pristojni nacionalni organi v državah članicah z večjimi trgi pokojninskih shem so zlasti navedli, da so bile za izboljšanje tega stanja vzpostavljene nadzorne pobude[35]. Nazadnje, strategija Komisije za kliring bo pritegnila več dejavnosti klirinških družb s sedežem v EU, kar bo pokojninskim shemam omogočilo boljši dostop do konkurenčnih in učinkovitih klirinških storitev.

Od leta 2019 so torej pokojninske sheme dosegle znaten napredek pri centralnem kliringu, nekatere od njih so celo prostovoljno delno prešle na centralni kliring. Kljub temu so potrebni nadaljnji operativni koraki. CNS iz EU bi morale zlasti izkoristiti dodeljeni čas za nadaljnji razvoj svojih modelov olajšanega dostopa in preoblikovanja zavarovanja s premoženjem, da bi povečale svojo privlačnost za pokojninske sheme, zlasti manjše, za katere se zdi, da so

[34] V uredbi EMIR REFIT so bile majhne finančne nasprotne stranke opredeljene kot subjekti, katerih obseg dejavnosti na trgih izvedenih finančnih instrumentov OTC je premajhen, da bi pomenil pomembno sistemsko tveganje. Te nasprotne stranke so izvzete iz obveznosti kliringa, vendar zanje še vedno velja zahteva po izmenjavi zavarovanja s premoženjem za zmanjšanje sistemskega tveganja. Glej uvodno izjavo 7 in člen 4(a) uredbe EMIR REFIT.

[35] Obveznost kliringa za pokojninske sheme, Evropski organ za vrednostne papirje in trge, 25. januar 2022, ESMA70-451-110, odstavek 26.

trenutno bolj nenaklonjene kliringu. Hkrati bi morali pokojninski skladi zagotoviti, da imajo zadostne organizacijske sposobnosti in zmogljivosti za kliring svojih portfeljev izvedenih finančnih instrumentov. Zato bo Komisija za zadnje leto podaljšala izvzetje iz obveznosti kliringa za pokojninske sheme. Pokojninske sheme bodo tako od 19. junija 2023 v skladu z uredbo EMIR morale opravljati kliring.