EUROPSKA
KOMISIJA

Bruxelles, 9.6.2022.
COM(2022) 254 final

IZVJEŠĆE KOMISIJE EUROPSKOM PARLAMENTU I VIJEĆU

na temelju članka 85. stavka 2. Uredbe (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, kako je izmijenjena Uredbom (EU) br. 834/2019, u kojem se procjenjuje jesu li izrađena prihvatljiva tehnička rješenja potrebna mirovinskim sustavima za prijenos gotovinskih i negotovinskih kolaterala kao varijacijskih iznosa nadoknade te jesu li za ta prihvatljiva tehnička rješenja potrebne neke dodatne mjere

IZVJEŠĆE KOMISIJE EUROPSKOM PARLAMENTU I VIJEĆU

na temelju članka 85. stavka 2. Uredbe (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, kako je izmijenjena Uredbom (EU) br. 834/2019, u kojem se procjenjuje jesu li izrađena prihvatljiva tehnička rješenja potrebna mirovinskim sustavima za prijenos gotovinskih i negotovinskih kolaterala kao varijacijskih iznosa nadoknade te jesu li za ta prihvatljiva tehnička rješenja potrebne neke dodatne mjere

1. UVOD

Uredba o infrastrukturi europskog tržišta[1] (EMIR) sadržava privremeno izuzeće od obveze središnjeg poravnanja za subjekte koji upravljaju mirovinskim sustavima za određene vrste neuvrštenih (OTC) izvedenica[2]. Izuzeće je produljeno nekoliko puta od 2012.[3] Trenutačno traje do 18. lipnja 2022. Komisija može donijeti delegirani akt i tako posljednji put produljiti izuzeće do lipnja 2023.

Uvođenje obveze poravnanja ugovora o OTC izvedenicama kod središnje druge ugovorne strane za mirovinske sustave moglo bi dovesti do toga da znatan dio svoje imovine moraju pretvoriti u gotovinu ili drugu imovinu s visokim stupnjem likvidnosti, kao što su bankovni depoziti, dionice novčanih fondova, repo ugovori ili kreditne linije, kako bi središnjim drugim ugovornim stranama mogli pružiti iznos nadoknade[4]. Obveza poravnanja i povezani zahtjev koji se odnosi na pružanje iznosa nadoknade[5] posebno se odnose na potrebu za osiguravanjem dovoljne količine gotovine za varijacijski iznos nadoknade[6] koji treba pokrivati redovito i u kratkom roku. Stoga postoji rizik da bi preuranjeno uvođenje obveze središnjeg poravnanja ugovora o OTC izvedenicama za mirovinske sustave moglo dovesti do toga da mirovinski sustavi znatan dio svoje imovine moraju pretvoriti u gotovinu kako bi stvorili zaštitni sloj kapitala i tako ispunili moguće zahtjeve središnjih drugih ugovornih strana za iznos

[1] Uredba (EU) br. 648/2012 o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju.

[2] U skladu s člankom 2. stavkom 10. EMIR-a mirovinski sustavi uključuju institucije za strukovno mirovinsko osiguranje kako su definirane u članku 6. točki (a) Direktive 2003/41/EZ, djelatnosti institucija za strukovno mirovinsko osiguranje iz članka 3. te direktive, djelatnosti strukovnog mirovinskog osiguranja društava za osiguranje obuhvaćene Direktivom 2002/83/EZ (u određenim okolnostima) te ostale subjekte koji imaju odobrenje za rad i nad kojima se provodi nadzor ili sustave koji djeluju na nacionalnoj osnovi, a čija je glavna svrha pružanje mirovinskih davanja. U skladu s člankom 89. stavkom 1. EMIR-a izuzeće se odnosi na OTC izvedenice kojima se objektivno mjerljivo smanjuju investicijski rizici koji se izravno odnose na financijsku solventnost mirovinskih sustava.

[3] Izuzeće je posljednji put produljeno u svibnju 2021. Delegiranom uredbom Komisije (EU) 2021/962 o produljenju prijelaznog razdoblja iz članka 89. stavka 1. prvog podstavka Uredbe (EU) br. 648/2012.

[4] Iznos nadoknade je kolateral koji ulagatelj treba položiti. U EMIR-u postoji razlika između inicijalnog i varijacijskog iznosa nadoknade. Inicijalnim iznosom nadoknade nastoje se pokriti tekuće i moguće buduće oscilacije u vrijednosti.

[5] Subjekti koji upravljaju mirovinskim sustavima čiji je primarni cilj osigurati naknade nakon umirovljenja, obično u obliku isplata do kraja života, ali i u obliku vremenski ograničenih plaćanja ili jednokratnih isplata, obično drže minimum novčanih sredstava kako bi maksimalno povećali učinkovitost i povrat za svoje imatelje polica. Vidjeti Uredbu (EU) br. 648/2012 o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, uvodna izjava 26.

[6] Varijacijski iznos nadoknade kolateral je koji strana redovito naplaćuje kako bi se uzele u obzir promjene tržišne vrijednosti važećeg ugovora. S obzirom na to da se na pozive na uplatu varijacijskog iznosa nadoknade obično treba odgovoriti plaćanjem u kratkom roku (npr. do idućeg dana ili čak tijekom tekućeg dana), gotovinska pozicija ima središnju ulogu jer je gotovina instrument koji se najčešće upotrebljava za podmirivanje tih poziva.

nadoknade, čime bi se smanjila sredstva namijenjena ulaganjima kojima se ostvaruju prihodi za pokrivanje budućih mirovina. Međutim, krajnji je cilj Uredbe i dalje što prije omogućiti središnje poravnanje za mirovinske sustave.

Člankom 85. stavkom 2. EMIR-a od Komisije se zahtijeva da priprema godišnja izvješća u kojima procjenjuje jesu li izrađena prihvatljiva tehnička rješenja potrebna mirovinskim sustavima za prijenos gotovinskih i negotovinskih kolaterala kao varijacijskih iznosa nadoknade te jesu li za njihovu upotrebu potrebne neke dodatne mjere. To je treće izvješće Komisije i u njemu je prikazan dosadašnji napredak.

2. PRIMLJENE INFORMACIJE

Od stupanja na snagu Uredbe EMIR REFIT 17. lipnja 2019.[7] počelo je ulaganje napora u okviru raznih foruma u vezi s praćenjem napretka u području središnjeg poravnanja koje obavljaju mirovinski sustavi. Primljene su informacije od Europskog nadzornog tijela za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA), Europskog nadzornog tijela za bankarstvo (EBA), Europskog nadzornog tijela za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (EIOPA) i Europskog odbora za sistemske rizike (ESRB), kao i od sudionika na tržištu putem stručne skupine za mirovinske sustave[8]. U skladu sa zahtjevima EMIR-a ESMA je u suradnji s EBA-om, EIOPA-om i ESRB-om dostavila Komisiji godišnja izvješća u kojima je ocijenila to pitanje. Prvo izvješće[9] Komisija je zaprimila u travnju 2020. Drugo izvješće[10] dostavljeno je Komisiji u prosincu 2020.[11] Najnovije[12] ESMA-ino izvješće poslano je Komisiji u siječnju 2022.

Uzimajući u obzir primljene informacije, Komisija je dosad objavila dva izvješća[13,14] u kojima ocjenjuje uvjete likvidnosti te razmatra različite dogovore o poravnanju za mirovinske fondove. U tim izvješćima izneseni su argumenti u vezi s naknadnim produljenjima izuzeća[15].

U izvješću iz siječnja 2022. ESMA je zaključila da su opis, analiza i nalazi navedeni u opsežnom drugom izvješću i dalje valjani. Unatoč naporima dionika i regulatornih tijela, smatra se malo vjerojatnim da postoji jedinstveno rješenje za pitanja povezana s mirovinskim sustavima. Umjesto toga trebalo bi težiti kombinaciji rješenja kojima bi se olakšao pristup

[7] Uredba (EU) 2019/834 Europskog parlamenta i Vijeća o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012 u pogledu obveze poravnanja, suspenzije obveze poravnanja, zahtjevâ za izvješćivanje, tehnika smanjenja rizika za ugovore o OTC izvedenicama čije se poravnanje ne obavlja posredstvom središnje druge ugovorne strane, registracije i nadzora trgovinskih repozitorija te zahtjevâ za trgovinske repozitorije (EMIR REFIT).

[8] U skladu s člankom 85. stavkom 2. EMIR-a Europska komisija osnovala je stručnu skupinu koja uključuje predstavnike središnjih drugih ugovornih strana, članova sustava poravnanja, mirovinskih sustava i drugih relevantnih strana kako bi se pratila njihova nastojanja i ocijenio napredak u iznalaženju prihvatljivih tehničkih rješenja.

[9] Rješenja za središnje poravnanje za mirovinske sustave, Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala, 2. travnja 2020., ESMA70-151-2823.

[10] Izvješće o rješenjima za središnje poravnanje za mirovinske sustave (br. 2), Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala, 17. prosinca 2020., ESMA70-151-3248.

[11] Isto. Za više detalja vidjeti 4. poglavlje „Javno savjetovanje”. Nalazi drugog izvješća potkrijepljeni su opsežnim javnim savjetovanjem. U njemu su prikupljena mišljenja dionika, ažurirani podaci o portfeljima europskih mirovinskih sustava i o kvantitativnom učinku prelaska njihovih portfelja OTC izvedenica na središnje poravnanje.

[12] *The clearing obligation for pension scheme arrangements* (Obveza poravnanja za mirovinske sustave), Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala, 25. siječnja 2022., ESMA70-451-110.

[13] COM(2020) 574 final.

[14] COM(2021) 224 final.

[15] Prvo izuzeće predviđeno je u okviru EMIR-a do 16. kolovoza 2018., dok je u okviru Uredbe EMIR REFIT predviđeno daljnje produljenje do lipnja 2021., koje je moguće produljiti za još godinu ili dvije.

likvidnosti ili smanjio pritisak obavljanja poravnanja. Najnovije je izvješće stoga bilo usmjereno na procjenu stupnja operativne spremnosti mirovinskih sustava da poravnaju svoje kamatne OTC izvedenice. ESMA je zaključila da su s operativnog gledišta mirovinski sustavi većinom spremni, napominjući da je kombinacija rješenja dostupna mirovinskim sustavima, te stoga vjeruje da je manje razloga da se mirovinske sustave tretira drukčije u odnosu na druge sudionike na tržištu. Nadalje, ESMA je istaknula da se produljenje izuzeća od poravnanja treba razmotriti u širem kontekstu stvaranja kapaciteta za poravnanje u EU-u i povećanja privlačnosti središnjih drugih ugovornih strana u EU-u, čemu i ukidanje tog izuzeća može pridonijeti.

Međutim, prema ESMA-i zbog nekih operativnih čimbenika bilo bi opravdano mirovinskim sustavima dati više vremena prije nego što počnu podlijegati obvezi poravnanja. ESMA je posebno istaknula da mirovinskim sustavima i relevantnim sudionicima na tržištu treba vremena za dovršenje dogovora o poravnanju i upravljanju kolateralom. Dodala je i da se odluka Komisije mora pravodobno priopćiti kako bi sve obuhvaćene strane mogle prilagoditi provedbene planove. Uzimajući u obzir sve navedeno, ESMA je preporučila da se izuzeće od poravnanja dodatno produlji do 19. lipnja 2023.

Stručna skupina za mirovinske sustave sastala se tri puta od posljednjeg izvješća Komisije u svibnju 2021. Sudionici su potvrdili da su mirovinski sustavi većinom spremni za poravnanje, imaju dogovore o poravnanju i da dobrovoljno poravnavaju neke transakcije. Istodobno, mirovinski su sustavi istaknuli da i dalje postoji temeljno pitanje pristupa gotovini. Kako bi se to riješilo, stručna skupina za mirovinske sustave posebno je raspravljala o poravnanim repo ugovorima kao mogućem rješenju za likvidnost. Međutim, mirovinski sustavi napomenuli su da bi ih, iako je to korak naprijed, prekomjerno oslanjanje na tržište poravnanih repo ugovora učinilo osjetljivima na preostali likvidnosni rizik u ekstremnim tržišnim okolnostima.

3. POLITIČKI KONTEKST

Ujedinjena Kraljevina ključno je središte za središnje poravnanje izvedenica te je i dalje bitna lokacija za poravnanje koje obavljaju sudionici na tržištu iz EU-a, koji su tijekom godina ostvarili velik broj pozicija kod središnjih drugih ugovornih strana u Ujedinjenoj Kraljevini. Mnogi mirovinski sustavi u EU-u trenutačno imaju dogovore o poravnanju i u EU-u i u Ujedinjenoj Kraljevini, ali analize pokazuju da obično u većim razmjerima obavljaju poravnanje u Ujedinjenoj Kraljevini. Kako bi se izbjegli rizici za financijsku stabilnost za EU, Komisija je u rujnu 2020. donijela odluku o privremenoj istovjetnosti koja obuhvaća regulatorni i nadzorni okvir Ujedinjene Kraljevine za središnje druge ugovorne strane, koja je na početku trebala biti na snazi do lipnja 2022.[16], a naknadno je produljena do 30. lipnja 2025.[17] Sudionici na tržištu EU-a u međuvremenu su pozvani da smanje svoju izloženost središnjim drugim ugovornim stranama Ujedinjene Kraljevine, s obzirom na to da opseg takve izloženosti može tijelima EU-a otežati upravljanje financijskom stabilnošću u slučaju tržišnog stresa.

Komisija je u siječnju 2021. osnovala radnu skupinu koja obuhvaća europska nadzorna tijela, ESRB, ESB i jedinstveni nadzorni mehanizam kako bi se procijenile mogućnosti i izazovi u

[16] Provedbena odluka Komisije (EU) 2020/1308 o utvrđivanju vremenski ograničene istovrijednosti regulatornog okvira koji se u Ujedinjenoj Kraljevini Velike Britanije i Sjeverne Irske primjenjuje na središnje druge ugovorne strane, u skladu s Uredbom (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća.

[17] Provedbena odluka Komisije (EU) 2022/174 o utvrđivanju vremenski ograničene istovrijednosti regulatornog okvira koji se u Ujedinjenoj Kraljevini Velike Britanije i Sjeverne Irske primjenjuje na središnje druge ugovorne strane, u skladu s Uredbom (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća.

vezi s prijenosom poravnanja izvedenica sa središnjih drugih ugovornih strana iz Ujedinjene Kraljevine na središnje druge ugovorne strane iz EU-a. Skupina se obratila i nizu dionika kako bi prikupila mišljenja i informacije. U raspravama u okviru skupine potvrđeni su rizici za EU koji proizlaze iz izloženosti središnjim drugim ugovornim stranama iz Ujedinjene Kraljevine. Takvi su rizici istaknuti i u procjeni sistemski važnih središnjih drugih ugovornih strana trećih zemalja koju je provela ESMA u skladu s okvirom Uredbe EMIR 2.2.[18], a koja je dovršena u prosincu prošle godine[19].

Kako bi podržala učinkovite i konkurentne usluge poravnanja, Komisija će u drugoj polovici 2022. donijeti mjere kako bi središnje druge ugovorne strane iz EU-a učinila privlačnijima sudionicima na tržištu tako što će EU učiniti zanimljivijim i troškovno učinkovitijim središtem za poravnanje i ojačati nadzorni okvir EU-a za središnje druge ugovorne strane radi boljeg upravljanja povezanim rizicima.

U tom smislu, ukidanje izuzeća za mirovinske sustave moglo bi pomoći u razvoju sredstava za očuvanje likvidnosti i potencijalno privući dodatne aktivnosti poravnanja u EU-u.

4. RAZVOJ STANJA OD POČETNIH IZVJEŠĆA KOMISIJE

Privremeno izuzeće od obveze poravnanja kojim se nastoji mirovinskim sustavima i drugim relevantnim sudionicima na tržištu dati dovoljno vremena da diversificiraju izvore likvidnosti kako bi pokrili varijacijske iznose nadoknade i razvili operativni kapacitet za obavljanje poravnanja velikih portfelja izvedenica.

4.1. Likvidnost

Privremenim izuzećem od poravnanja za mirovinske sustave nastoji se ublažiti učinak koji bi obveza poravnanja imala na njihovu alokaciju gotovine. Najčešći razlog zašto mirovinski sustavi upotrebljavaju OTC izvedenice jest to što je premalo izdanih dugoročnih obveznica visoke kvalitete, čime se ograničava njihova sposobnost da primjereno upravljaju kamatnim rizicima[20]. Zbog toga se javlja zabrinutost u vezi s pristupom gotovini tijekom razdoblja tržišnog stresa[21], kad su pozivi na uplatu iznosa nadoknade veći i mirovinski se sustavi natječu s drugim subjektima na tržištu za likvidnost.

---

[18] Uredba (EU) 2019/2099 Europskog parlamenta i Vijeća od 23. listopada 2019. o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012 u pogledu postupaka i tijela uključenih u izdavanje odobrenja središnjim drugim ugovornim stranama i zahtjevâ za priznavanje središnjih drugih ugovornih strana trećih zemalja (SL L 322, 12.12.2019.).

[19] ESMA-ino izvješće o procjeni u skladu s člankom 25. stavkom 2. točke (c) EMIR-a dostupno je na sljedećoj poveznici: https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-results-its-assessment-systemically-important-uk-central. ESMA je utvrdila da su usluga Swapclear koju pruža društvo LCH Ltd za kamatne izvedenice nominirane u eurima i poljskim zlotima te segmenti ugovora o razmjeni na osnovi nastanka statusa neispunjavanja obveza i kratkoročnih kamatnih izvedenica društva ICE Clear Europe Ltd za proizvode nominirane u eurima od velike sistemske važnosti za EU ili jednu ili više država članica.

[20] *Report to the European Commission on the central clearing solutions for pension scheme arrangements (No.2),* (Izvješće za Europsku komisiju o rješenjima za središnje poravnanje za mirovinske sustave (br. 2)), Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala, 17. prosinca 2020., ESMA70-151-3248.

[21] Velike oscilacije varijacijskog iznosa nadoknade u ožujku 2020. održavaju tu zabrinutost. Europska osiguravajuća društva i mirovinski fondovi od 11. do 23. ožujka 2020. morali su platiti dodatnih 50 milijardi EUR varijacijskog iznosa nadoknade svojim drugim ugovornim stranama. Više od 90 % tog iznosa uplatila su nizozemska osiguravajuća društva i mirovinski fondovi, koji imaju iznimno velike portfelje dugog trajanja. Izvor: *Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds (Međusobna povezanost tržišta izvedenica i novčanih fondova putem osiguravajućih društava i mirovinskih fondova*), Europska središnja banka, Pregled financijske stabilnosti, studeni 2020.

Uvjeti likvidnosti za mirovinske sustave povoljno se razvijaju od početka obveze središnjeg poravnanja određenih vrsta OTC izvedenica u okviru EMIR-a, a to se održalo i tijekom nedavnih razdoblja nestabilnosti. Mirovinski sustavi nisu se susreli s problemima s likvidnošću povezanima s pozivima na uplatu iznosa nadoknade osim u razdoblju od ožujka do travnja 2020., kad su svakodnevni pozivi na uplatu varijacijskih iznosa nadoknade bili znatno veći od uobičajenih prosječnih tokova[22]. U ožujku 2020. plaćanja varijacijskog iznosa nadoknade bila su velika u odnosu na visoko likvidnu imovinu koju drže mirovinski fondovi te su nekima od njih uzrokovala pritisak na likvidnost[23]. Međutim, mirovinski fondovi većinom su ih mogli izvršiti[24].

Tijekom razdoblja tržišnog stresa tržište repo ugovora može postati važan izvor likvidnosti za sudionike s kupovne strane, uključujući mirovinske sustave. Sudionici na tržištu posljednjih godina aktivno uzimaju u obzir mirovinske sustave i druge subjekte u ekosustavu poravnanja repo ugovora. Eurex, njemačka središnja druga ugovorna strana, uspostavio je model „izravnog pristupa" kako bi olakšao pristup poravnanju. To uključuje i repo ugovore i ugovore o zamjeni kamatne stope. Nedavno je druga klirinška kuća iz EU-a[25] počela nuditi model sponzoriranog poravnanja repo ugovora[26], čime se povećava kapacitet konverzije kolaterala. Očekuje se da će se ti modeli i dalje razvijati tijekom 2022. i 2023., zbog čega da će ih sponzori poravnanja i sudionici s kupovne strane više upotrebljavati.

Unatoč tome, mirovinski sustavi i dalje navode da imaju problema sa stanjem likvidnosti. Iako je likvidnost zasad stabilna, mogla bi se smanjiti, osobito na tržištu prihvatljivog kolaterala[27] s obzirom na to da se monetarna politika normalizira[28] u srednjoročnom razdoblju. Prema mirovinskim sustavima to bi ih moglo dovesti do toga da moraju prodati udjele kao što su vlasnički kapital, korporativne i državne obveznice. U takvim uvjetima prodavali bi na padajućem tržištu, a takva prodaja imovine mogla bi dodatno pogoršati pritisak na cijene imovine koje su u padu.

[22] *Review of margining practices – Consultative report* (Pregled prakse povezane s iznosom nadoknada – Savjetodavno izvješće), Banka za međunarodne namire, listopad 2021.

[23] *Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds* (Međusobna povezanost tržišta izvedenica i novčanih fondova putem osiguravajućih društava i mirovinskih fondova), Europska središnja banka, studeni 2020.

[24] Primjerice, sveukupni varijacijski iznos nadoknade koji su u ožujku 2020. uplatila nizozemska osiguravajuća društva i mirovinski fondovi iznosio je otprilike 77 % visoko likvidne imovine koju drže, premda to može prikrivati određenu heterogenost. Izvor: *Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds (Međusobna povezanost tržišta izvedenica i novčanih fondova putem osiguravajućih društava i mirovinskih fondova*), Europska središnja banka, Pregled financijske stabilnosti, studeni 2020.

[25] Društvo LCH RepoClear SA poravnalo je prvi europski repo ugovor sponzoriranog člana, priopćenje za medije društva LCH, 10. prosinca 2021.

[26] Ti modeli omogućuju poduzećima s kupovne strane pristup poravnanju uz podršku banke („posrednik u poravnanju" ili „sponzor"), čime se obično olakšava plaćanje iznosa nadoknade i osiguravaju doprinosi u jamstveni fond za transakcije.

[27] Prihvatljivi kolateral jest skupina izdanja vrijednosnih papira kojima se trguje na tržištu repo ugovora po istoj ili vrlo sličnoj repo stopi. Ti se vrijednosni papiri mogu stoga međusobno zamjenjivati, a da se repo ugovor znatno ne mijenja. Likvidnost na tržištu za repo ugovore za prihvatljivi kolateral ključna je za mirovinske sustave.

[28] *Monetary policy in an uncertain world* (Monetarna politika u nesigurnom svijetu), govor Christine Lagarde, predsjednice Europske središnje banke, Frankfurt na Majni, 17. ožujka 2022.

Međutim, mogli bi postati dostupni alternativni izvori priljeva novca. Primjerice, produljenje radnog vremena sustava TARGET2[29] i T2S[30] ove godine moglo bi pomoći osigurati da se transakcije financiranja iz repo ugovora nominiranih u eurima mogu namiriti kad stignu pozivi na uplatu iznosa nadoknade. Premda se ti novi modeli pristupa čine prilagođeniji potrebama velikih mirovinskih sustava, oni bankama omogućuju da oslobode kapacitet bilance, potencijalno i u korist manjih mirovinskih sustava. Međutim, mirovinski sustavi pozivaju na povezivanje središnjih banaka s platformom za poravnane repo ugovore kako bi se središnjim bankama omogućilo da interveniraju na tržištu repo ugovora i djeluju kao pružatelj gotovine mirovinskim fondovima (i drugim sudionicima na tržištu) upotrebom poravnanih repo ugovora.

Međutim, treba napomenuti da ni ESMA u svoja tri godišnja izvješća ni stručna skupina za mirovinske sustave nisu navele da su se i u jednom trenutku uvjeti likvidnosti toliko pogoršali, čak ni u proljeće 2020., da bi trajno ugrozili sposobnost mirovinskih sustava da odgovore na pozive na uplatu iznosa nadoknade. Slično tomu, usluge poravnanja za državne obveznice i repo transakcije ostale su otporne i stabilne, za razliku od likvidnosti na bilateralnom tržištu repo ugovora. Čak ni prije intervencije središnjih banaka nijedan novčani fond[31] nije obustavio isplate te je tržište repo ugovora nastavilo funkcionirati, što znači da su mirovinski sustavi i dalje mogli pristupiti likvidnosti. Međutim, mirovinski sustavi u razdoblju tržišnog stresa mogu neizravno imati koristi od djelovanja središnjih banaka kojim se nastoji podržati osjetljive tržišne segmente, kao što je bio slučaj od ožujka do travnja 2020., kad je ESB bankama osigurao kreditne instrumente za kupnju imovine od novčanih fondova ili proširio kolateral na neosigurane bankovne obveznice[32].

4.2. Operativna spremnost za poravnanje

Mirovinski sustavi većinom su spremni za poravnanje, što znači da imaju dogovore o poravnanju i da dobrovoljno poravnavaju neke transakcije. Te nalaze potvrđuje najnovije ESMA-ino izvješće u kojemu je naveden visok stupanj operativne spremnosti mirovinskih sustava da obavljaju poravnanje[33].

ESMA-ina analiza pokazuje da je otprilike trećina mirovinskih sustava koji poravnavaju transakcije počela obavljati poravnanje tijekom protekle godine. Međutim, postoje razlike između mirovinskih sustava (neki sustavi poravnavaju veliku većinu svojih transakcija, a neki ih poravnavaju jako malo ili uopće ne) te se čini da su aktivnosti poravnanja koncentrirane (otprilike 70 % poravnanog zamišljenog iznosa odnosi se na samo pet mirovinskih sustava). Kad je riječ o postotku poravnanih transakcija, analiza pokazuje da je otprilike 25 % zamišljenog iznosa (40 % transakcija) kojim trguju mirovinski sustavi poravnano. Međutim, dok tri najveća mirovinska sustava obično prosječno poravnavaju 25 %, ali ne više od 25 do

[29] TARGET2 je sustav namire u stvarnom vremenu na bruto načelu. Vodi ga Eurosustav, koji mu je i vlasnik. Njime se namiruju plaćanja povezana s operacijama monetarne politike Eurosustava te transakcije između banaka i komercijalne transakcije.

[30] TARGET2-Securities (T2S) zajednička je platforma kojom se vrijednosni papiri i gotovina mogu prenositi među ulagateljima u cijeloj Europi upotrebom usklađenih pravila i postupaka. Trenutačno 20 europskih zemalja upotrebljava T2S.

[31] Novčani fondovi ulažu u likvidne, kratkoročne instrumente (obično s rokom dospijeća do godine dana). Ti fondovi ulagateljima nude nizak rizik i mogućnost smanjenja likvidnosti (smanjenja ulaganja) prema potrebi.

[32] Uredba EU-a o novčanim fondovima – zakonodavna revizija, Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala, 26. ožujka 2021., ESMA34-49-309.

[33] Ti nalazi predstavljeni su te se o njima raspravilo na sastanku stručne skupine Europske komisije 14. prosinca 2021., a sudionici koji su intervenirali potvrdili su da su uočili iste trendove.

30 % svojih transakcija, srednji i mali mirovinski sustavi poravnavaju od 0 do 100 % svojih transakcija.

No ravnoteža aktivnosti poravnanja između Eurexa i društva LCH Ltd za poravnane ugovore o razmjeni mirovinskih sustava, u smislu sveukupnog obujma poravnanja, razmjerna je ostatku tržišta, tj. LCH Ltd i dalje ima prevladavajući tržišni udio. Međutim, kad je riječ o dogovorima o poravnanju, stanje je drukčije. Kad se sagledaju mirovinski sustavi iznad praga od 8 milijardi EUR inicijalnog iznosa nadoknade, analiza pokazuje slične postotke u smislu da mirovinski sustavi imaju barem jednu poravnanu transakciju kod Eurexa (76 %) i jednu poravnanu transakciju kod društva LCH Ltd (80 %). To bi značilo da velika većina većih mirovinskih sustava, onih koji su najvjerojatnije obuhvaćeni obvezom poravnanja, ima dogovor o poravnanju kod jedne od te dvije središnje druge ugovorne strane. U skladu s ESMA-inim izračunima 31 mirovinski sustav iz EU-a bio bi obuhvaćen obvezom poravnanja u okviru EMIR-a, s obzirom na to da bi bili iznad praga poravnanja[34]. Velika većina tih mirovinskih sustava (80 %) poravnala je barem jednu transakciju, ali ne nužno svoj cijeli portfelj izvedenica, te stoga ima uspostavljene dogovore o poravnanju. Razvojem strategije Komisije za poravnanje, koja će biti predstavljena krajem 2022., nastoji se povećati privlačnost poravnanja u EU-u.

Naposljetku, bitno je istaknuti da unatoč sve većoj operativnoj spremnosti mirovinski sustavi nisu sigurni postoji li dovoljno kapaciteta za poravnanje svih njihovih izvedenica koje podliježu obvezi poravnanja. Naveli su da bi povećanje stope poravnanja u odnosu na sadašnje razine moglo predstavljati izazov u smislu ograničenja kapaciteta za poravnanje uzrokovanih ograničenim brojem članova sustava poravnanja ili njihovim mogućim ograničenjima poravnanja.

5. ZAKLJUČAK

Trenutačno izuzeće od središnjeg poravnanja istječe 18. lipnja 2022. Uredbom EMIR REFIT Komisiji se daje mogućnost da posljednji put produlji to privremeno izuzeće do 18. lipnja 2023. ako zaključi da sudionicima na tržištu treba još vremena za daljnji razvoj i donošenje prihvatljivih tehničkih rješenja te da nepovoljan učinak središnjeg poravnanja ugovora o izvedenicama na mirovinska primanja ostaje isti.

Analiza Komisije pokazuje da se uvjeti likvidnosti za mirovinske sustave i dalje poboljšavaju te da su se pojavili razni modeli za pristup središnjem poravnanju ili konverziju kolaterala. Iako se pokazalo da jedinstveno rješenje za pružanje iznosa nadoknade središnjim drugim ugovornim stranama koja obavljaju mirovinski sustavi u uvjetima tržišnog stresa nije ostvarivo, postoji niz instrumenata koji bi mirovinskim fondovima trebali omogućiti učinkovito poravnanje u različitim tržišnim uvjetima, među ostalim i uvjetima tržišnog stresa.

Kako bi u potpunosti iskoristili dostupne resurse, mirovinski fondovi EGP-a trebat će ojačati svoju operativnu sposobnost poravnanja i upravljanja likvidnošću i kolateralom. Analiza koju je ESMA dostavila pokazala je da broj mirovinskih sustava koji obavljaju poravnanje i dalje raste, ali stupanj spremnosti u sektoru varira. Mirovinskim sustavima i njihovim članovima sustava poravnanja središnje druge ugovorne strane stoga bi trebalo više vremena da dovrše dogovore o poravnanju svih obuhvaćenih ugovora. Potrebno je i vrijeme kako bi se razmotrilo pitanje pripremljenosti mirovinskih sustava za likvidnost jer se čini da nemaju svi prikladan

[34] Uredbom EMIR REFIT male su financijske ugovorne strane definirane kao subjekti čiji je obujam poslovanja na tržištima OTC izvedenica premalen da bi predstavljao bitan sistemski rizik. Te druge ugovorne strane oslobođene su obveze poravnanja, ali i dalje podliježu zahtjevu razmjene kolaterala radi ublažavanja sistemskog rizika. Vidjeti Uredbu EMIR REFIT, uvodnu izjavu 7. i članak 4. točku (a).

sustav upravljanja likvidnošću. Nacionalna nadležna tijela u državama članicama s većim tržištima mirovinskih sustava istaknula su da su uspostavljene nadzorne inicijative za poboljšanje te situacije[35]. Naposljetku, strategijom Komisije za poravnanje privući će se veća aktivnost u klirinške kuće u EU-u, čime će se mirovinskim sustavima pružiti veći pristup konkurentnim i učinkovitim uslugama poravnanja.

Zaključno, od 2019. ostvaren je velik napredak u području središnjeg poravnanja za mirovinske sustave, među ostalim neki mirovinski sustavi dobrovoljno su djelomično prešli na središnje poravnanje. Međutim, potrebni su daljnji operativni koraci. Konkretno, središnje druge ugovorne strane u EU-u trebale bi iskoristiti dodijeljeno vrijeme za daljnji razvoj modela olakšanog pristupa i konverzije kolaterala kako bi bile privlačnije mirovinskim sustavima, posebice onim manjima, za koje se čini da trenutačno više nisu sklone poravnanju. Istodobno, mirovinski fondovi trebali bi osigurati da imaju dovoljne organizacijske sposobnosti i kapacitete za poravnanje svojih portfelja izvedenica. Komisija će zbog toga posljednji put produljiti izuzeće od poravnanja za mirovinske sustave za još jednu godinu. Od 19. lipnja 2023. mirovinski će sustavi morati obavljati poravnanje u skladu s EMIR-om.

[35] *The clearing obligation for pension scheme arrangements* (Obveza poravnanja za mirovinske sustave), Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala, 25. siječnja 2022., ESMA70-451-110, 26. odlomak.