



EUROPSKA
KOMISIJA

Bruxelles, 23.9.2020.
COM(2020) 574 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 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 prihvatljiva tehnička rješenja potrebne neke dodatne mjere

1. UVOD

Uredbom o infrastrukturi europskog tržišta (EMIR)¹, kojom su u EU-u 2012. uvedene reforme ugovora o OTC izvedenicama koje je dogovorila skupina G20, subjektima koji upravljaju mirovinskim sustavima odobreno je privremeno izuzeće od obveze središnjeg poravnanja za određene vrste OTC izvedenica².

U skladu s tom uredbom 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. iste direktive, djelatnosti strukovnog mirovinskog osiguranja društava za osiguranje obuhvaćene Direktivom 2002/83/EZ (pod uvjetom da su imovina i obveze povezane s takvom djelatnosti odvojene od ostalih djelatnosti društva za osiguranje), kao i sve ostale subjekte koji imaju odobrenje za rad i nad kojima se provodi nadzor ili aranžmane koji djeluju na nacionalnoj osnovi čija je glavna svrha pružanje mirovinskih davanja.

Privremeno izuzeće odobreno je kako bi se uzele u obzir posebne značajke poslovnog modela takvih subjekata i učinak koji bi obveza poravnanja mogla imati na mirovine: kako je navedeno u uvodnoj izjavi 26. EMIR-a, subjekti koji upravljaju mirovinskim sustavima „obično drže minimum novčanih sredstava kako bi maksimalizirali učinkovitost i povrat za njihove imatelje polica. Zahtijevati od takvih subjekata središnje poravnanje ugovora o OTC izvedenicama za te bi subjekte značilo pretvaranje značajnog dijela njihove imovine u gotovinu kako bi mogli ispuniti tekuće zahtjeve za iznosom nadoknade središnjih drugih ugovornih strana”. Za središnje poravnanje OTC izvedenica potrebni su odgovarajući raspoloživi iznosi gotovine kako bi se ispunili zahtjevi središnjih drugih ugovornih strana za iznos nadoknade. Kao što je utvrđeno okvirom EMIR-a, držanje velikih iznosa gotovine kako bi se odgovorilo na moguće pozive na uplatu varijacijskog iznosa nadoknade moglo bi negativno utjecati na mirovinske prihode umirovljenikâ.

¹ Uredba (EU) br. 648/2012.

² Izuzeće se odnosi na ugovore o OTC izvedenicama kojima se objektivno mjerljivo smanjuju investicijski rizici koji se izravno odnose na financijsku solventnost mirovinskih sustava i na subjekte koji se osnivaju radi isplate naknade članovima tih mirovinskih sustava u slučaju neispunjavanja obveza te na mirovinske sustave koji imaju poteškoća s ispunjavanjem zahtjeva za varijacijski iznos nadoknade (članak 89. EMIR-a).

U neovisnoj studiji koju su Komisiji 2014. dostavila društva Europe Economics i Bourse Consult procijenjen je mogući varijacijski iznos nadoknade koji bi mirovinskih fondovi u EU-u trebali platiti u slučaju promjene stopa od 1 %. Iako je studijom i dalje obuhvaćena Ujedinjena Kraljevina, rezultati za EU bez Ujedinjene Kraljevine pokazali su da bi se taj iznos kretao između 106 i 133 milijarde EUR te bio još veći u scenarijima većeg stresa.

Nedavno su Eurosustav³ i Danska središnja banka proveli dodatne studije⁴. Te studije upućuju na to da bi mogući varijacijski iznos nadoknade za nizozemske i danske mirovinske fondove, koji čine oko 52 % financijske imovine mirovinskih fondova EU-a (isključujući Ujedinjenu Kraljevinu)⁵, prema istom scenariju stresa (promjena stopa od 1 %) bio manji od 53 milijarde EUR odnosno 106 milijardi DKK (tj. oko 14 milijardi EUR), što je nešto niže od odgovarajućih iznosa⁶ iz prethodno navedene neovisne studije. Na temelju raspoloživih novčanih sredstava ukupni novčani manjak mogao bi iznositi do 17 milijardi EUR za sve mirovinske fondove europodručja⁷.

Slične promjene stopa, troškova i rizika ne bi bile specifične samo za mirovinske sustave, već bi utjecale i na druga financijska društva čije poravnanje obavlja središnja druga ugovorna strana (npr. investicijske fondove, društva za osiguranje), dok rizici od neispunjavanja obveza zbog nedostatka prihvatljivog kolaterala mogu nastati i u slučaju bilateralnog trgovanja izvedenicama, a ne samo u sustavima središnjeg poravnanja. Međutim, kao što je ESMA utvrdila u svojem prvom izvješću o toj temi, čini se da mirovinski sustavi imaju ograničeniju sposobnost za smanjenje tih rizika fleksibilnošću investicijskih strategija, dostupnošću ulaganja koja odgovaraju njihovim obvezama i pristupom izvorima likvidnosti, kako je objašnjeno u odjeljcima u nastavku.

Privremenim izuzećem nastojalo se osigurati vrijeme potrebno za pronalaženje odgovarajućeg tehničkog rješenja kojim bi se mirovinskim sustavima omogućilo središnje poravnanje posredstvom središnjih drugih ugovornih strana, a istodobno izbjeglo značajne negativne učinke na prihode umirovljenika. U okviru EMIR-a na poslovanje mirovinskih sustava povezano s OTC izvedenicama već se, u skladu s odgovarajućim pragovima, primjenjuju zahtjevi za smanjenje operativnog rizika i zahtjevi za iznos nadoknade za OTC transakcije čije se poravnanje ne obavlja posredstvom središnje druge ugovorne strane koji su navedeni u članku 11. i počeli su

³ Europska središnja banka, *Financial Stability Review* (Pregled financijske stabilnosti), svibanj 2020. Procjene za nizozemske mirovinske fondove u rasponu su od 36 do 47 milijardi EUR. Budući da nizozemski mirovinski fondovi sklapaju oko 89 % ugovora o zamjeni kamatne stope mirovinskih fondova europodručja, procjenjuje se da će poziv na uplatu iznosa nadoknade za sve mirovinske fondove europodručja iznositi između 40 i 53 milijarde EUR.

⁴ Danmarks Nationalbank, *Pension companies will have large liquidity needs if interest rates rise* (Mirovinska društva imat će velike potrebe za likvidnošću ako se kamatne stope povećaju), studeni 2019.

⁵ Prema računima europodručja krajem 2019.

⁶ Odgovarajući iznosi bili su otprilike 60 milijardi EUR za nizozemske i 27 milijardi EUR za danske mirovinske fondove.

⁷ Procijenjeni novčani manjak za nizozemske mirovinske fondove kreće se od 6 do 15 milijardi EUR. Budući da nizozemski mirovinski fondovi sklapaju oko 89 % ugovora o zamjeni kamatne stope mirovinskih fondova europodručja, novčani manjak za sve mirovinske fondove europodručja mogao bi iznositi do 17 milijardi EUR.

se postupno primjenjivati 2017.⁸: njihova je svrha otkloniti rizike povezane s izvedenicama čije se poravnanje ne obavlja posredstvom središnje druge ugovorne strane, a istodobno potaknuti središnje poravnanje. Mirovinski sustavi podliježu i obvezama izvješćivanja iz EMIR-a.

Iako je u raspravama s mirovinskim sustavima i drugim dionicima potvrđeno da mirovinski sustavi žele poravnavati transakcije posredstvom središnjih drugih ugovornih strana i da to u nekim slučajevima već i čine, obvezno poravnanje i dalje je povezano s poteškoćama. Izuzeće od središnjeg poravnanja stoga je godinama produljivano jer se nije pronašlo prihvatljivo tehničko rješenje. Uredbom o reviziji EMIR-a u okviru programa za primjerenost i učinkovitost propisa (REFIT), koja je stupila na snagu u lipnju 2019., izuzeće je produljeno do lipnja 2021. i može se produljiti još dvaput delegiranim aktima Komisije, svaki put za najviše godinu dana. No krajnji je cilj Uredbe i dalje što prije omogućiti središnje poravnanje za mirovinske sustave s obzirom na to da bi trenutačna regulatorna i tržišna kretanja sudionicima na tržištu trebala omogućiti da izrade odgovarajuća rješenja (EMIR, uvodna izjava 30.). Središnje druge ugovorne strane, članovi sustava poravnanja i mirovinski sustavi moraju učiniti sve što je u njihovoj moći kako bi pridonijeli razvoju takvih rješenja.

Člankom 85. Uredbe o reviziji EMIR-a u okviru REFIT-a od Komisije se zahtijeva da do konačnog produljenja izuzeća 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 ta prihvatljiva tehnička rješenja potrebne neke dodatne mjere”.

Uredbom se isto tako utvrđuje da ESMA, u suradnji s EBA-om, EIOPA-om i ESRB-om, podnosi godišnja izvješća Komisiji u kojima ocjenjuje to pitanje. Prvo ESMA-ino izvješće Komisija je zaprimila u travnju 2020. Zajedno s izvješćem ESMA je pokrenula javno savjetovanje da prikupi dodatne informacije od dionika i da Komisiji do prosinca 2020. podnese drugo, sveobuhvatnije izvješće. Sveobuhvatno izvješće ESMA-e stoga još nije dostupno te nije moglo biti uključeno u ovo izvješće Europske komisije.

Nadalje, Uredbom o reviziji REFIT-a u okviru EMIR-a Komisija je ovlaštena da osnuje stručnu skupinu koja uključuje predstavnike relevantnih dionika kako bi se pratili njihovi naponi i ocijenio napredak u pronalaženju prihvatljivih tehničkih rješenja. Stručna skupina, koja nastavlja rad svoje prethodnice (Komisijina Skupina na visokoj razini za mirovinske fondove), uključuje predstavnike središnjih drugih ugovornih strana, članova sustava poravnanja, mirovinskih sustava, središnjih banaka i druge relevantne dionike, a sastala se dvaput, u listopadu 2019. i u travnju 2020. (konferencijskim pozivom) i nastaviti će se sastajati svakih šest mjeseci. Komisija se u svojim izvješćima suzakonodavcima nastavlja oslanjati na rad te skupine.

2. SVRHA IZVJEŠĆA

⁸ Delegirana uredba Komisije (EU) br. 2016/2251.

Ovim izvješćem Komisija ispunjava svoju obvezu iz članka 85. EMIR-a.

U izvješću se propisno uzima u obzir prvo ESMA-ino izvješće, kao i rasprave održane u okviru stručne skupine. Kao što je objašnjeno, rezultati javnog savjetovanja koje je pokrenula ESMA uključit će se u drugo izvješće Komisije, koje će biti objavljeno sljedeće godine.

U ovom izvješću analiziraju se glavni problemi koje su dionici utvrdili u vezi sa središnjim poravnanjem mirovinskih sustava, kao i dosad istražena rješenja. Kao što je navedeno, izuzeće mirovinskih sustava od obveze središnjeg poravnanja na snazi je do lipnja 2021. te je s obzirom na taj rok cilj ovog izvješća obavijestiti Europski parlament i Vijeće o napretku postignutom u tom području, među ostalim s ciljem utvrđivanja aspekata koje treba dodatno ispitati kako bi se pronašlo provedivo i održivo rješenje za središnje poravnanje.

3. NAJVAŽNIJI UTVRĐENI PROBLEMI

3.1. Kontekst poslovnog modela mirovinskih sustava i upotreba izvedenica

Europski mirovinski sustavi, posebice u nekim državama članicama, kao što su Nizozemska i Danska, aktivni su sudionici na tržištu OTC izvedenica. Takve izvedenice upotrebljavaju za zaštitu svojih obveza od niza rizika, uključujući volatilnost kamatnih stopa i inflacije, te u konačnici za zaštitu od rizika za financijsku solventnost. Obveze mirovinskih fondova prema sadašnjim i budućim umirovljenicima imaju dug rok dospijeca, zbog čega im je potrebna dugoročna imovina, što su obično državne i korporativne obveznice. Međutim, potpuna zaštita obveza obveznicama ne čini se izvedivom opcijom za mirovinske sustave u EU-u s obzirom na ograničenu dostupnost obveznica s odgovarajućim značajkama. Usto, obveze mirovinskih sustava mogu se bolje zaštititi izvedenicama jer se ugovori o razmjeni često upotrebljavaju za diskontiranje takvih obveza za potrebe vrednovanja. Kao što je izvijestila ESMA, situacija s mirovinskim sustavima u EU-u u tom se pogledu razlikuje od situacije s mirovinskim fondovima u SAD-u, koji se pri zaštiti od rizika više oslanjaju na dugoročnu imovinu, kao što su korporativne i državne obveznice: trajanje obveza mirovinskih fondova u SAD-u obično je kraće u odnosu na mirovinske sustave u EU-u, njihove se obveze uglavnom diskontiraju na temelju prinosa od korporativnih obveznica s rejtingom AA, a tržište korporativnih obveznica SAD-a razvijenije je. ESMA je potvrdila da se čini da mirovinski sustavi kao takvi imaju strukturnu potrebu za OTC izvedenicama.

Portfelj izvedenica mirovinskih sustava obično je velik, dugoročan i jednosmjern, a prema mišljenju ESMA-e ukupna pozicija sektora predstavlja mogući sistemski rizik.

Kad je riječ o vrstama izvedenica, mirovinski sustavi u velikoj mjeri upotrebljavaju dugoročne ugovore o zamjeni kamatne stope. Prema podacima povezanima s EMIR-om za 2015. društva DTCC (*Depository Trust & Clearing Corporation*) za 2015., oko 20 % ugovora o zamjeni kamatne stope s najmanje jednom drugom ugovornom

stranom kao osiguravateljem ili mirovinskim fondom u EU-u imalo je dospijeće od 30 godina, u usporedbi s globalnim prosjekom od manje od 10 %⁹. Kamatni ugovori o zamjeni kamatne stope razred su izvedenica koji podliježe obvezi poravnanja u skladu s EMIR-om. Mirovinski sustavi trguju svojim izvedenicama bilateralno ili obavljaju središnje poravnanje posredstvom središnjih drugih ugovornih strana općenito kao klijenti članova sustava poravnanja.

Važno je napomenuti da su mirovinski sustavi i tržišta u EU-u prilično različiti, pa su tako u nekim državama članicama mirovinski sustavi drugog stupa razvijeniji nego u drugima, a mirovinski fondovi definiranih davanja rašireniji, dok u drugim državama članicama prevladava model definiranih doprinosa. Prema podacima s kraja 2018. najveća tržišta mirovinskih sustava u EU-u nalaze se u Nizozemskoj, s prosječnim udjelom imovine u BDP-u od 173,3 %, i u Danskoj, s udjelom od 198,6 %. I Irska ima slične sustave. U takvim zemljama privatni mirovinski sustavi imaju važnu ulogu u osiguravanju mirovinskih prihoda umirovljenicima.

3.2. Pitanje središnjeg poravnanja mirovinskih sustava

Glavni utvrđeni problem povezan sa središnjim poravnanjem mirovinskih sustava odnosi se na činjenicu da poravnanje posredstvom središnjih drugih ugovornih strana zahtijeva uplatu varijacijskog iznosa nadoknade u gotovini. Rasprave održane u skupini dionika Komisije pokazale su da je to problematično za mirovinske sustave u slučaju stresnih tržišnih uvjeta.

Kod modela središnjeg poravnanja središnje druge ugovorne strane traže varijacijski iznos nadoknade od svojih sudionika kako bi kompenzirale promjene tržišne vrijednosti pozicija u izvedenicama kojima upravljaju. Na taj su način središnje druge ugovorne strane uvijek zaštićene od nepovoljnih tržišnih kretanja, a sudionicima na tržištu s vremenom ne nastaju veliki gubici povezani s njihovim portfeljem čije poravnanje obavlja središnja druga ugovorna strana. Središnja druga ugovorna strana izračunava gubitke i dobitke te ih svakodnevno razmjenjuje postupkom vrednovanja po tržišnoj vrijednosti. Kao varijacijski iznos nadoknade najbolje služi gotovina jer smanjuje rizik gubitka vrijednosti, a njezin je prijenos konačan. Osim toga, prijenos gotovine kao varijacijskog iznosa nadoknade operativno je manje složen i u skladu je s pristupom upravljanju likvidnosnim rizikom središnje druge ugovorne strane utvrđenim EMIR-om¹⁰.

To znači da sudionici sustava poravnanja moraju moći ispuniti takve zahtjeve odgovarajućim iznosima gotovine, a ako to ne mogu i ako član sustava poravnanja ne može pravodobno uplatiti potreban varijacijski iznos nadoknade, središnja druga ugovorna strana dodjeljuje mu status neispunjavanja obveza, čime se pokreću njezini postupci u slučaju neispunjavanja obveza radi ponovnog usklađivanja knjige trgovanja.

⁹ Europski odbor za sistemske rizike, *Occasional Paper Series* br. 11, 2016.

¹⁰ Gotovinski varijacijski iznos nadoknade usto omogućuje središnjim drugim ugovornim stranama da se pouzdaju u svoju sposobnost ispravnog vrednovanja vlastitih transakcija te je u skladu s uobičajenom tržišnom praksom za poravnane ugovore o razmjeni koju su prihvatili svi sudionici na tržištu poravnanih ugovora o razmjeni.

Nadalje, varijacijski iznos nadoknade mora se uplatiti središnjim drugim ugovornim stranama u kratkom roku, što uzrokuje dodatne operativne poteškoće¹¹.

Gotovina ima visoki oportunitetni trošak jer nije isplativa kao ostala imovina i nije prikladna za uravnoteženje dospijeca obveza mirovinskih sustava te ih na taj način izlaže neusklađenosti imovine i obveza. Držanje velikih iznosa gotovine umjesto druge imovine s većim prinosom pridonijelo bi smanjenju prinosa umirovljenika i utjecalo na alokaciju imovine mirovinskih sustava, a mirovinski fondovi obično ne drže mnogo gotovine, kao što pokazuju globalni godišnji statistički podaci o mirovinama koje objavljuje OECD.

Uplaćivanje varijacijskog iznosa nadoknade u gotovini može biti posebno otežano u razdobljima stresnih tržišnih uvjeta i rastućih kamatnih stopa, kad bi zahtjevi središnjih drugih ugovornih strana za varijacijski iznos nadoknade za mirovinske sustave mogli znatno porasti.

Naime, do poziva na uplatu znatnog varijacijskog iznosa nadoknade može doći i u kontekstu transakcija čije poravnanje ne obavlja središnja druga ugovorna strana, u kojima mirovinski sustavi trenutačno sudjeluju. No u tom kontekstu mirovinski sustavi mogu uplatiti varijacijski iznos nadoknade i u drugim oblicima osim gotovine, primjerice u obliku visokokvalitetnih državnih obveznica (kojima mirovinski fondovi za imovinu obično obiluju), čak i ako se nedavno možda povećala mjera u kojoj se od mirovinskih sustava traži da uplaćuju varijacijski iznos nadoknade u gotovini i u svojim bilateralnim transakcijama.

Valja napomenuti da je smisao regulatornog okvira EMIR-a takav da se njime promiče središnje poravnanje i na način da bilateralne transakcije postanu manje pogodne, u skladu s povezanim rizicima. Očekuje se da će ta i druge regulatorne promjene u kombinaciji s tržišnim silama dovesti do povećanja obujma izvedenica čije poravnanje obavlja središnja druga ugovorna strana te mogućeg poboljšanja određivanja cijena u segmentu poravnanja koje obavlja središnja druga ugovorna strana u odnosu na segment u kojem to nije slučaj. Kao što je navedeno, neki mirovinski fondovi već su započeli sa središnjim poravnanjem na dobrovoljnoj i selektivnoj osnovi.

Valja napomenuti da je vjerojatnije da će mirovinski sustavi općenito obavljati poravnanje neizravno kao klijenti članova sustava poravnanja nego da će postati izravni članovi sustava poravnanja središnje druge ugovorne strane, kako je dodatno objašnjeno u odjeljcima u nastavku.

Prethodni navodi pružaju kontekst za značajke koje bi trebalo imati moguće rješenje pitanja središnjeg poravnanja: trebalo bi biti takvo da se njime postigne prava ravnoteža između cilja financijske stabilnosti i potrebe da bude troškovno prihvatljivo za

¹¹ Za unutardnevne pozive na uplatu iznosa nadoknade neke središnje druge ugovorne strane omogućuju sudionicima da upotrebljavaju vrijednosne papire umjesto gotovine, no pozivi na uplatu iznosa nadoknade na kraju dana moraju biti podmireni u gotovini.

mirovinske sustave kako ne bi previše utjecalo na mirovine te bi trebalo biti dovoljno pouzdano i u stresnim tržišnim uvjetima.

3.3. Moguća rješenja koja su dosad istražena

Rasprava o središnjem poravnanju mirovinskih sustava potaknula je istraživanje različitih pristupa tijekom godina. Pregled nekih mogućih rješenja uključen je u izvješće o tom pitanju, koje je Komisija dostavila 2015. u skladu s EMIR-om i u kojem je zaključeno da nije izrađeno prihvatljivo tehničko rješenje.

Dosad razmotrene mogućnosti bile su usmjerene na način na koji mirovinski sustavi mogu sigurno i troškovno učinkovito uplaćivati varijacijske iznose nadoknade središnjim drugim ugovornim stranama. U prvoj fazi, kako je opisano u izvješću Komisije iz 2015., razmatralo se mogu li središnje druge ugovorne strane prihvatiti varijacijski iznos nadoknade u drugim oblicima osim gotovine, poput visokokvalitetnih državnih obveznica, no općenito je utvrđeno da bi takav pristup bilo teško slijediti jer bi se od središnjih drugih ugovornih strana zahtijevalo da upravljaju portfeljem obveznica koje je potrebno pretvoriti u gotovinu s povezanim rizicima, što bi moglo dovesti do narušavanja njihove uloge kao posrednika bez otvorenih pozicija (*flat book*).

Stoga se istražuje drugi niz mogućnosti, prema kojima mirovinski sustavi mogu zamijeniti svoje obveznice gotovinom kako bi odgovorili na pozive središnjih drugih ugovornih strana na uplatu iznosa nadoknade (konverzija kolaterala). Moguća rješenja koja su dionici iz sektora istražili i osmislili posljednjih godina doista su bila usmjerena na načine kako mirovinskim sustavima omogućiti učinkovitu konverziju kolaterala.

Konverzija kolaterala posredstvom članova sustava poravnanja

Članovi sustava poravnanja, kao što su banke, obično svojim klijentima, uključujući mirovinske fondove, mogu pružati usluge konverzije kolaterala¹² putem repo ugovora. Naime, većina mirovinskih sustava koji sudjeluju u središnjem poravnanju to čine kao klijenti članova sustava poravnanja i mogu to nastaviti činiti čak i u okviru obveznog poravnanja. Repo transakcija je transakcija u kojoj jedna strana prodaje imovinu drugoj strani i obvezuje se da će imovinu otkupiti po dogovorenoj cijeni na kasniji datum. Imovina je obično obveznica i služi kao kolateral za osiguranje zajmodavca od kreditnog rizika druge ugovorne strane. Repo ugovori stoga se mogu koristiti kao sredstvo za pretvaranje obveznica u gotovinu i uplaćivanje varijacijskog iznosa nadoknade, uz dodatnu prednost da pružatelj obveznica zadržava vlasništvo nad samim obveznicama i nastavlja ostvarivati dugoročne prinose.

Velike bankovne grupe obično su aktivne na tržištu repo ugovora. No istaknuti su neki čimbenici koji odvrćaju članove sustava poravnanja od sudjelovanja u takvim transakcijama. Kako su istaknuli brojni sudionici na tržištu, izračun omjera financijske poluge u skladu s okvirom Basel III doveo je do toga da je sudjelovanje u repo ugovorima manje pogodno jer takve transakcije imaju niske iznose nadoknade i

¹² Takvu bi uslugu mirovinskim fondovima mogle pružati i druge banke, koje nisu njihovi članovi sustava poravnanja.

proširuju bilance banaka, što pridonosi povećanju nazivnika omjera. Banke stoga moraju imati veći iznos redovnog osnovnog kapitala kako bi ispunile zahtjev. Slična razmatranja iznio je Odbor za globalni financijski sustav u analizi tržišta repo ugovora za 2017.¹³, u kojoj se upućuje na mogući kompromis između regulatornih reformi koje su usmjerene na veličinu bilanci banaka (čiji je cilj ograničavanje prekomjerne financijske poluge) i posljedica, uključujući i one za krajnje korisnike, u smislu dostupnosti repo ugovora¹⁴. U tom smislu obujam tržišta repo ugovora u EU-u posljednjih se godina ipak povećao¹⁵ i prema analizi ESB-a neželjene posljedice regulatornih reformi na pružanje repo usluga banaka europodručja nisu bile znatne¹⁶.

Usto, zbog načina na koji je omjer financijske poluge izvorno osmišljen bankama je onemogućeno jednostavno pružanje usluga poravnanja klijenata jer se iznosi nadoknade koje uplaćuju klijenti ne mogu upotrijebiti za nadoknađivanje iznosa izloženosti (koji bi bio uključen u nazivnik omjera). Bazelski odbor predložio je 2019.¹⁷ promjene izračuna omjera financijske poluge kako se poravnanje klijenata ne bi neopravdano kažnjavalo. Te su promjene uzete u obzir u revidiranoj Uredbi o kapitalnim zahtjevima (CRR2), koja je stupila na snagu u lipnju prošle godine.

Uvedena je i izmjena omjera financijske poluge u vezi s tretmanom obratnih repo ugovora. Te izmjene mogu pridonijeti poticanju banaka da obavljaju poravnanje klijenata i sudjeluju u mogućem posredovanju u repo poslovima, čime bi se poduprla i likvidnost tržišta repo ugovora. Potrebno je procijeniti učinak takvih izmjena.

Osim toga, izražena je zabrinutost u pogledu sposobnosti tržišta repo ugovora da zadovolje potražnju za gotovinom svih mirovinskih sustava zajedno, posebno u stresnim razdobljima, kako je detaljnije objašnjeno u nastavku.

Konverzija kolaterala na tržištima poravnanih repo ugovora

Posljednjih godina neke središnje druge ugovorne strane razvile su nove modele za potporu središnjem poravnanju mirovinskih sustava na temelju olakšavanja pristupa mirovinskih sustava središnjim drugim ugovornim stranama i tržištima poravnanih repo ugovora, a to može uključivati i pristup tržištu poravnanja OTC izvedenica. Te modele u Europskoj uniji razvila je barem jedna središnja druga ugovorna strana, a koliko je Komisiji poznato, slične modele vjerojatno će prihvatiti i ostale središnje druge

¹³ CGFS (Odbor za globalni financijski sustav), *Repo market functioning* (Funkcioniranje tržišta repo ugovora), 2017.

¹⁴ „Smanjenje sposobnosti posredovanja isto tako može smanjiti stupanj u kojem tržišta repo ugovora mogu odgovoriti na potražnju tijekom budućih stresnih razdoblja. Smanjenje funkcioniranja tržišta repo ugovora moglo bi stvoriti napetost na gotovinskim tržištima i tržištima izvedenica te smanjiti sposobnost financijskih institucija za unovčenje imovine. Nastali troškovi za financijsku stabilnost i realno gospodarstvo u stresnim razdobljima mogli bi biti vrlo veliki, iako u posljednje vrijeme nije zabilježen znatan broj takvih situacija. Prilagodbama tržišta repo ugovora mogli bi se smanjiti troškovi za neke krajnje korisnike, ali i nastati novi rizici.”

¹⁵ ICMA (Međunarodno udruženje za tržišta kapitala), Istraživanje europskog tržišta repo ugovora za prosinac 2019.

¹⁶ ESB, *Financial Stability Review* (Pregled financijske stabilnosti), 2017.

¹⁷ Bazelski odbor za nadzor banaka, *Leverage ratio treatment of client cleared derivatives* (Tretman omjera financijske poluge za poravnane izvedenice klijenata), 2019.

ugovorne strane¹⁸. U tom okviru mirovinski sustavi imaju izravan ugovorni odnos sa središnjom drugom ugovornom stranom i „pomaže” im (ili ih na neki drugi način „sponzorira”) član sustava poravnanja (obično banka) koji djeluje kao posrednik u poravnanju i olakšava središnje poravnanje mirovinskih sustava, primjerice doprinosom u jamstveni fond središnje druge ugovorne strane i sudjelovanjem u upravljanju neispunjenim obvezama i drugim uslugama (upravljanje kolateralom itd.).

Tim se modelima ne uklanja sama potreba za uplaćivanjem varijacijskog iznosa nadoknade u gotovini za poravnane OTC izvedenice, ali se mirovinskim sustavima osigurava dodatan pristup tržištima repo ugovora. Cilj takvih modela „olakšanog članstva” bio bi i ublažavanje nekih ograničenja poravnanja clijenata, kao što je koncentracija poravnanja clijenata u EU-u kod samo nekoliko članova sustava poravnanja ili pitanje prenosivosti pozicija clijenata u slučaju neispunjavanja obveza člana sustava poravnanja. Sa stajališta banaka, takvi bi se modeli u smislu kapitalnih zahtjeva trebali pokazati manje zahtjevnima od tradicionalnih aktivnosti poravnanja clijenata.

Prema saznanjima Komisije takav je model u razvoju i interes tržišta za nj donekle raste, no samo je nekoliko mirovinskih sustava, obično velikih, zasad počelo koristiti takvu uslugu. Jedan od očitih razloga može biti činjenica da postojanje izravnog odnosa sa središnjom drugom ugovornom stranom može zahtijevati dodatnu operativnu i pravnu pripravnost te ulaganja sudionika na tržištu, kako mirovinskih sustava tako i članova sustava poravnanja. Nadalje, mirovinski fondovi koji sudjeluju u skupini dionika Komisije izvijestili su da su takvi modeli općenito dostupni samo velikim mirovinskim sustavima, da ih trenutačno podržava samo mali broj banaka te da i dalje podrazumijevaju oslanjanje mirovinskih sustava na spremnost člana sustava poravnanja da pruži povezane usluge.

Prema zajedničkom dokumentu Udruženja međunarodnog tržišta izvedenih financijskih instrumenata (ISDA) i udruženja Pensions Europe iz 2018.¹⁹, modeli izravnog članstva ili „olakšanog” članstva pobuđuju interes na tržištu, među ostalim i zato što bi mogli biti zanimljiviji za banke od tradicionalnih odnosa u sustavu poravnanja clijenata. Potpuno izravno članstvo čini se problematičnim zbog niza razloga (uključujući potrebu za ispunjavanjem zahtjeva za sudjelovanje središnjih drugih ugovornih strana i doprinose u jamstveni fond te potrebu za operativnom sposobnošću), dok bi modeli olakšanog pristupa mogli biti način da se približi tom cilju. Prema mišljenju mirovinskih fondova koji sudjeluju u skupini dionika Komisije, ipak su potrebna određena dodatna poboljšanja.

Rasprava o tržištu repo ugovora

¹⁸ Izvan EU-a, na temelju informacija koje su dostupne Komisiji, LCH Ltd (UK), Canadian Derivatives Clearing Corporation (Kanada) i DTCC FICC (SAD) počeli su nuditi usluge poravnanja repo ugovora s kupovne strane.

¹⁹ Zajednički dokument udruženja Pensions Europe i ISDA-e *Potential demand for clearing by EU Pension Funds* (Moguća potražnja za poravnanjem mirovinskih fondova u EU-u), 2018.

Mirovinski sustavi općenito smatraju tržište repo ugovora korisnim alatom za zadovoljavanje svojih potreba za likvidnošću, a u raspravama stručne skupine koju je osnovala Europska komisija ono je općenito opisano kao mogući element sveobuhvatnog rješenja pitanja varijacijskog iznosa nadoknade.

No sektor i dalje nije siguran u sposobnost tržišta repo ugovora da zadovolje ukupnu potražnju za gotovinom u slučaju da svi mirovinski sustavi moraju obaviti poravnanje u stresnim tržišnim uvjetima kad je vjerojatno da će tržišta repo ugovora biti izložena pritisku da pokriju veliku potražnju za likvidnošću, i to ne samo od strane mirovinskih sustava. Osim toga, u stresnim uvjetima banke možda neće uvijek ili u jednakoj mjeri biti voljne ponuditi repo ugovore mirovinskim sustavima. Kao što ističe ESMA, neki od tih i drugih aspekata povezani su i s ukupnim poslovnim odnosom između banaka i mirovinskih sustava koji su njihovi klijenti. Ako se mirovinski sustavi u stresnim uvjetima ne mogu osloniti na tržište repo ugovora, možda neće moći odgovoriti na pozive središnjih drugih ugovornih strana na uplatu iznosa nadoknade, što može uzrokovati veće probleme povezane s financijskom stabilnosti. U tom bi pogledu mogla biti korisna mogućnost uspostave raznolikog skupa sporazuma o likvidnosti između banaka i mirovinskih sustava.

Prednost tržišta poravnanih repo ugovora trebala bi biti to što su likvidnija od bilateralnih tržišta jer su banke u načelu spremnije trgovati poravnanim repo ugovorima nego bilateralnim repo ugovorima, posebice zbog toga što mogu netirati svoje pozicije sa središnjom drugom ugovornom stranom. Prema CGFS-u (2017.) u europodručju se „udio trgovanja repo ugovorima posredstvom središnjih drugih ugovornih strana tijekom proteklih godina povećao zbog njihove privlačnosti za upravljanje bilancama te sad iznosi 50–60 % obujma tržišta repo ugovora europodručja”. I napore koje neke središnje druge ugovorne strane ulažu kako bi se omogućilo izravno sudjelovanje krajnjih korisnika na njihovim platformama za poravnane repo ugovore treba razmatrati u tom kontekstu. Mirovinski sustavi izvijestili su da tržište poravnanih repo ugovora može ponuditi dodatan kapacitet repo ugovora u odnosu na bilateralne repo ugovore, ali uz prethodno navedena ograničenja.

Međunarodno udruženje za tržišta kapitala (ICMA) pruža pregled funkcioniranja europskih tržišta repo ugovora. U svojem istraživanju tržišta repo ugovora za 2019. procijenilo je da je ukupna veličina tog tržišta 8 310 milijardi EUR²⁰. Istraživanja europskog tržišta repo ugovora za 2018. i 2019. koja je provela ICMA potvrđuju da se smatra da europsko tržište repo ugovora općenito dobro funkcionira i da stoga može biti kanal za konverziju kolaterala, no tržišta repo ugovora manje su likvidna na kraju tromjesečja i na kraju godine jer banke često zatvaraju svoje pozicije u repo transakcijama kako se približavaju rokovi za izvješćivanje. Raspon takvih redovitih smanjenja posljednjih godina opada te se očekuje da će u budućnosti dodatno opasti, među ostalim zahvaljujući provedbi u EU-u nedavnih preporuka Bazelskog odbora za

²⁰ Na temelju vrijednosti važećih repo ugovora i obratnih repo ugovora u knjigama trgovanja 58 financijskih institucija koje su sudjelovale u istraživanju.

nadzor banaka (BCBS) čiji je cilj smanjiti volatilnost na kraju tromjesečja i na kraju godine.

ICMA je dostavila i analizu²¹ najnovijih kretanja na tržištu tijekom krize uzrokovane bolešću COVID-19. Prema tom istraživanju europsko tržište repo ugovora uglavnom je dobro funkcioniralo tijekom pandemije bolesti COVID-19, koja je započela krajem veljače/početkom ožujka 2020. Aktivnost tržišta repo ugovora povećala se tijekom prva dva tjedna ožujka zbog povećanih zahtjeva za konverziju kolaterala kako bi se odgovorilo na pozive na uplatu iznosa nadoknade i zbog preusmjerenja s rizičnije imovine na kratkoročnu imovinu. No klijenti su izvijestili da su se banke jedva nosile s povećanom potražnjom za repo ugovorima, a neke su počele pružati usluge samo najvećim klijentima. Zaključak je istraživanja: „Iako se potražnja za pristupom tržištu repo ugovora na vrhuncu krize povećala, nije se povećao kapacitet banaka za posredovanje u tom pristupu. Sudionici s kupovne strane izvijestili su o povećanom oslanjanju na tržište repo ugovora jer su odljevi sredstava stvorili potrebu za pretvaranjem udjela u novčana sredstva te za odgovaranjem na pozive na uplatu iznosa nadoknada u odnosu na pozicije u izvedenicama kako se volatilnost povećavala. No čini se da su banke imale poteškoća pri držanju koraka s potražnjom klijenata. Mnoge su izvijestile o ograničavanju poslovanja na najveće klijente i nemogućnosti preuzimanja novih poslova. Banke nadalje izvješćuju da su zbog povećane volatilnosti ograničenja rizikom ponderirane imovine postala veće ograničenje za poslovanje nego omjer financijske poluge, posebice kad je riječ o jednosmjernim tokovima poslovanja (npr. neto pozajmljivanje novčanih sredstava).”

Intervencije središnjih banaka navodno su ublažile takve napetosti oslobađanjem kreditnih linija banaka i poništavanjem prodaje rizične imovine.

O tržišnim kretanjima tijekom krize uzrokovane bolešću COVID-19 raspravljalo se i u skupini dionika Komisije. Središnje druge ugovorne strane izvijestile su da je tržište poravnanih repo ugovora tijekom krize nastavilo neometano funkcionirati i zabilježilo velik obujam poslovanja. Prema njihovim informacijama pristup poduzeća s kupovne strane koja sudjeluju na tržištu poravnanih repo ugovora nije bio ograničen. Istaknuta je i opća otpornost tržišne infrastrukture, među ostalim i kad je riječ o modelima iznosa nadoknade, što je pridonijelo predvidljivosti zahtjeva za iznos nadoknade upućenih sudionicima. Mirovinski sustavi izvijestili su da su pogođeni znatnom volatilnosti tržišta, u kombinaciji s pozivima na uplatu znatnih iznosa nadoknade koje su bilateralne druge ugovorne strane i članovi sustava poravnanja uputili klijentima. Izvijestili su da se mogu nositi s takvom situacijom, no da bi se u slučaju lošijeg stanja na tržištu suočili s vrlo ozbiljnim poteškoćama. Potvrdili su i da banke nisu bile sklone posredovanju u repo transakcijama te da su imali poteškoća u dobivanju pristupa bilanci banaka članica sustava poravnanja kako bi pristupili tržištima repo ugovora. Zbog toga mirovinski sustavi smatraju da se na tržište repo ugovora ne mogu pouzdati u svim tržišnim

²¹ ICMA, *The European repo market and the Covid-19 crisis* (Europsko tržište repo ugovora i kriza uzrokovana bolešću COVID-19), travanj 2020.

uvjetima jer njihov pristup tim uslugama često uvelike ovisi o bankama, a banke u razdobljima stresa imaju ograničene repo linije za svoje klijente.

S obzirom na poteškoće s tržištima repo ugovora u razdobljima stresa, među sudionicima na tržištu često se postavlja pitanje potrebe za zaštitnim mehanizmom središnjih banaka za likvidnost u razdobljima stresa. Sudionici na tržištu smatraju da bi ta uloga zaštitnog mehanizma središnjih banaka mogla biti osmišljena tako da središnje banke pružaju likvidnost određenom reguliranom subjektu, koji bi je potom pružio mirovinskim sustavima. Takav bi subjekt mogle biti banke ili središnje druge ugovorne strane. Nakon primanja likvidnosti od banaka ili središnjih drugih ugovornih strana mirovinski sustavi mogli bi odgovoriti na pozive na gotovinski varijacijski iznos nadoknade.

Treba napomenuti da bi, s obzirom na to da su središnje banke isključivo nadležne za uspostavu instrumenata središnjih banaka i tumačenje njihove predviđene upotrebe, sve opcije koje se temelje na zaštitnom mehanizmu središnjih banaka za likvidnost trebale odobriti i podržati središnje banke.

ESB je iznio svoje stajalište o tom pitanju. Naravno, banke su druge ugovorne strane u monetarnoj politici i ovlaštene su pružati usluge konverzije kolateralu u skladu s odgovarajućim bankarskim propisima. Stoga imaju položaj posrednika na tržištu repo ugovora, među ostalim i na temelju njihove upotrebe instrumenata središnje banke.

No prema ESB-u uloga zaštitnog mehanizma središnjih banaka ne čini se jednostavnom, dok za središnje druge ugovorne strane može biti i neizvediva, čak i ako imaju odobrenje za pružanje bankovnih usluga, jer se čini da pružanje usluga konverzije kolateralu izlazi iz okvira njihove osnovne djelatnosti, što može izazvati zabrinutost u pogledu posljedica povezanih s rizikom. Nadalje, prema ESB-u ako središnje druge ugovorne strane na temelju dodatnog odobrenja za pružanje bankovnih usluga (ako je dopušteno) počnu pružati uslugu konverzije kolateralu, postojeća izuzeća iz određenih bonitetnih zahtjeva za banke koja su im odobrena na temelju toga što središnje druge ugovorne strane ne obavljaju uobičajene bankarske djelatnosti i imaju drukčiji poslovni model, više neće biti opravdana. Stoga bi bila potrebna daljnja analiza kako bi se utvrdila pravna priroda eventualnih takvih mehanizama, njihov učinak na upravljanje rizikom središnjih drugih ugovornih strana i usklađenost s propisima. I neke središnje druge ugovorne strane u prvim su reakcijama pokazale određen skepticizam.

Kad je riječ o potrebi za mogućim „namjenskim” zaštitnim mehanizmom središnjih banaka za mirovinske sustave (pri čemu mirovinski sustavi postaju druge ugovorne strane središnjim bankama i od njih izravno primaju likvidnost), ESB je pridonio raspravi skupine dionika Komisije iz perspektive Eurosustava, tj. usredotočujući se na potrebe za financiranjem u eurima subjekata koji imaju sjedište na europodručju. U Eurostatovoj kvantitativnoj procjeni procijenjene su potrebe za likvidnošću mirovinskih sustava europodručja radi plaćanja varijacijskog iznosa nadoknade u stresnom scenariju temeljenom na promjeni stopa od 1 % (vidjeti i prethodni dio teksta). Unutar europodručja, prema podacima dostupnima Eurosustavu, s izvedenicama najviše

posluju nizozemski mirovinski sustavi: na njih se odnosi 89 % svih ugovora o zamjeni kamatne stope koje su sklopili mirovinski fondovi. Analizom koju je proveo Eurosustav utvrđeno je da bi se stvarne potrebe za likvidnošću mirovinskih sustava europodručja u takvim okolnostima mogle zadovoljiti (tj. bile bi manje od 2 %) u usporedbi s ukupnom veličinom europskog tržišta repo ugovora (približna procjena na temelju nepodmirenog iznosa obratnih repo ugovora), što upućuje na to da bi tržište repo ugovora samo po sebi moglo ponuditi rješenja za potrebe mirovinskih sustava europodručja. Na temelju nalaza zaključeno je da je okvir monetarne politike Eurosustava, uključujući njegov okvir za druge ugovorne strane, primjeren za potrebe provedbe monetarne politike i da nisu opravdane promjene radi uspostave namjenskog zaštitnog mehanizma Eurosustava za likvidnost za mirovinske sustave²².

4. ZAKLJUČAK

Pitanje središnjeg poravnanja mirovinskih sustava već se dugo razmatra, a tijekom posljednjih pregovora o EMIR-u postalo je jasno da su zakonodavci nastoje u najvećoj mjeri potaknuti rješenje kojim bi se takvim sudionicima omogućio pristup sustavu središnjeg poravnanja osmišljenom reformama skupine G20 u 2009., uzimajući pritom u obzir potrebu za rješenjima kojima će se na prikladan način uzeti u obzir zabrinutost povezana sa stresnim tržišnim uvjetima.

U skupini dionika Komisije vođene su duge rasprave, u kojima se pokazalo da su mirovinski sustavi već započeli s dobrovoljnim poravnanjem nekih izvedenica te se može zaključiti da je ključno pitanje koje tek treba riješiti pitanje gotovinskog varijacijskog iznosa nadoknade u razdobljima stresnih tržišnih uvjeta.

Komisija stalno prati tržišna kretanja te je olakšala razmjene i rasprave među relevantnim dionicima kako bi se odredili mogući daljnji koraci. Proteklih su godina dionici iz industrije ulagali napore u tom području. Kad je mogućnost uplaćivanja varijacijskog iznosa nadoknade u obveznicama izravno središnjim drugim ugovornim stranama na kraju odbačena zbog problema kompatibilnosti s prirodom i poslovnim modelom središnjih drugih ugovornih strana, istraženi su drugi pristupi kojima bi se mirovinskim sustavima olakšala konverzija kolateralu.

Kako je navedeno u ovom izvješću, posljednjih su godina razvijeni modeli olakšanog pristupa kako bi se pronašlo potencijalno izvedivo rješenje za pristup mirovinskih sustava središnjem poravnanju. Prema saznanjima Komisije takvu mogućnost već koristi nekoliko mirovinskih sustava. Komisija namjerava s relevantnim dionicima dodatno istražiti tu mogućnost, uključujući njezin trošak za mirovinske sustave. Činjenica da više od jedne središnje druge ugovorne strane prihvaća takav model upućuje na pozitivan razvoj događaja, među ostalim i u pogledu promicanja većeg izbora.

²² Takav zaštitni mehanizam Eurosustava za likvidnost razlikovao bi se od hitne likvidnosne pomoći (ELA), koja je u nadležnosti nacionalnih središnjih banaka.

Za pronalaženje odgovarajućeg rješenja najvjerojatnije će trebati uložiti napore u više različitih područja. S jedne strane, trebalo bi preispitati neke aspekte bankarskih propisa, uključujući i to jesu li nedavne promjene u izračunima omjera financijske poluge bile korisne. S druge strane, trebalo bi razmotriti načine osiguravanja likvidnosnih linija mirovinskim sustavima u razdobljima stresa.

Rezultati javnog savjetovanja koje je pokrenula ESMA trebali bi pružiti dodatan uvid u nedavna tržišna kretanja i moguće dodatne kvantitativne podatke, koji će se pomno ispitati. Komisija je predana i istraživanju svih prikladnih i izvedivih inicijativa za ostvarenje napretka u pogledu osmišljavanja prihvatljivog i pouzdanog rješenja za središnje poravnanje.

Te će analize tijekom sljedećih mjeseci Komisiji poslužiti kao temelj za donošenje odluke o izuzeću od obveze središnjeg poravnanja.