



ЕВРОПЕЙСКА
КОМИСИЯ

Брюксел, 3.2.2015 г.
COM(2015) 39 final

ДОКЛАД НА КОМИСИЯТА ДО ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ И СЪВЕТА

по силата на член 85, параграф 2 от Регламент (ЕС) № 648/2012 на Европейския парламент и на Съвета от 4 юли 2012 година относно извънборсовите деривативи, централните контрагенти и регистрите на трансакции, за оценка на напредъка и усилията на ЦК в разработването на технически решения за прехвърлянето от пенсионните планове на непарични обезпечения за целите на променливия марж, както и на необходимостта от евентуални мерки за насърчаването на такива решения

1. ВЪВЕДЕНИЕ

На 27 юли 2012 г. в Официален вестник на Европейския съюз (ЕС) бе публикуван Регламент (ЕС) № 648/2012 относно извънборсовите деривати, централните контрагенти и регистрите на трансакции (Регламент за европейската пазарна инфраструктура), който влезе в сила на 16 август 2012 г.

По силата на посочения регламент стандартизираните (т.е. удовлетворяващите предварително определени критерии за допустимост) извънборсови деривативи, включително тези с висока ликвидност, подлежат на задължителен централен клиринг, извършван от централни контрагенти (ЦК).

Централните контрагенти са правни субекти, които посредничат между двама контрагенти при трансакция и така стават „купувач за всеки продавач“, както и „продавач за всеки купувач“. Като контрагент по всички позиции ЦК носи кредитния риск, в случай че някой от контрагентите не изпълни задълженията си.

ЦК обаче са по замисъл устойчиви на неизпълнение от страна на клирингов член или клиент, като основната им защита са изискванията за чести и консервативни обезпечения (т.нар. изисквания за допълнително обезпечение или за марж), изчислени за покриване на потенциалната загуба при неизпълнение. С оглед бърза ликвидация в случай на неизпълнение, ЦК приемат като обезпечение за целите на променливия марж (ПМ) единствено високоликвидни активи, обикновено парични средства.

Пенсионните планове¹ в много държави членки активно участват на пазарите на извънборсови деривативи. Като цяло обаче те свеждат до минимум паричните си позиции, като вместо това държат по-доходоносни инвестиции като ценни книжа, за да осигурят висока възвръщаемост на бенефициерите си — пенсионерите. ЦК не могат да приемат непарични активи като обезпечение за целите на ПМ, поради което, за да посрещнат искането на ЦК за такова допълнително обезпечение, пенсионните планове са длъжни краткосрочно да генерират парични средства — като ги заемат или като продадат други активи. Понастоящем в контекста на двустранните отношения случаят не е такъв: пенсионните планове могат да посрещат с непарични активи искания от двустранните им контрагенти марж. Поддържането на парични резерви е свързано с високи алтернативни разходи за пенсионните планове поради ниското равнище на лихвата, начислявана върху обезпеченията в парични средства. Следователно, ако пенсионните планове трябва да предоставят парични активи като обезпечение за целите на ПМ, разходите за централен клиринг в крайна сметка ще намалят пенсионния доход на съответните пенсионери.

Поради това Комисията, Съветът и Парламентът се споразумяха да предоставят на пенсионните планове, които удовлетворяват определени критерииⁱⁱ, предвидени в член 89, параграф 1 от Регламента за европейската пазарна инфраструктура, тригодишно временно освобождаване от задължението за клиринг. Освобождаването може общо да бъде удължено най-много с още три години. Този преходен период е изрично предвиден в Регламента за европейската пазарна инфраструктура, за да се предостави допълнително време на ЦК да разработят технически решения за прехвърлянето на непарични обезпечения за целите на ПМ.

2. ЦЕЛ НА ДОКЛАДА

В съответствие с член 85, параграф 2 от Регламента за европейската пазарна инфраструктура, целта на настоящия доклад е да представи оценка на напредъка и положените от ЦК усилия за разработването на технически решения, позволяващи на пенсионните планове да прехвърлят непарични обезпечения за ПМ, както и на необходимостта от мерки за улесняване на подобни решения.

В член 85, параграф 2 от Регламента за европейската пазарна инфраструктура се посочва също така, че ако Комисията сметне, че ЦК не са положили необходимите усилия за разработване на подходящи технически решения и че отрицателното влияние, което централният клиринг на сделките с деривативи оказва върху пенсионните плащания на бъдещите пенсионери, остава непроменено, тя се оправомощава да приема делегирани актове в съответствие с член 82, за да удължи тригодишния срок, посочен в член 89, параграф 1, един път с две години и един път с още една година.

За да получи пълна оценка на настоящата ситуация, Комисията поръча базово проучване за това дали ЦК са положили необходимите усилия за разработването на подходящи технически решения за прехвърлянето от пенсионните планове на непарични обезпечения за ПМ. В проучването се анализират и потенциалните и алтернативните решения, както и въздействието от премахването на освобождаването при липса на решение, като се изчислява намалението на пенсионния доход, предоставян от засегнатите пенсионни планове на пенсионеритеⁱⁱⁱ.

В съответствие с член 85, параграф 2, при изготвянето на настоящия доклад Европейската комисия се консултира с Европейския орган за ценни книжа и пазари и Европейския орган за застраховане и професионално пенсионно осигуряване.

3. УСИЛИЯ ОТ СТРАНА НА ЦК

3.1. УСЛУГА ЗА ОБРАТНО ИЗКУПУВАНЕ ЗА ПЕНСИОННИТЕ ПЛАНОВЕ

Досега само един ЦК е положил значителни усилия за разработването на решение за предоставянето на непарични активи като обезпечение за целите на ПМ.

Този ЦК разработва активно услуга (наричана по-долу „услуга за обратно изкупуване за пенсионните планове“^{iv}), която може да отговори на нуждата на пенсионните планове да използват непарични активи за целите на ПМ.

Предлаганата услуга ще позволи на ограничен кръг пазарни участници, които не са посредници (включително пенсионни планове), да се ползват от услугата за обратно изкупуване при търгуване и клиринг. При сделки за обратно изкупуване едната страна продава даден актив (обикновено ценни книжа с фиксирана доходност) на друга страна и се ангажира да го изкупи обратно на договорена цена на определена бъдеща дата. Активът служи като обезпечение и намалява кредитния риск от контрагента, който се поема от купувача спрямо продавача. Следователно чрез сделките за обратно изкупуване пенсионните планове могат да преобразуват наличните си непарични активи в паричните средства, изисквани от ЦК за целите на ПМ, като същевременно запазват в дългосрочен план собствеността върху активите и най-вече възвръщаемостта на инвестициите в тях. При предлаганата услуга за обратно изкупуване пенсионните планове могат да сключват сделки за обратно изкупуване с други пазарни участници, които ползват услугата при търгуване, като използват своите ценни книжа, които притежават в рамките на обичайния си инвестиционен процес. Тези сделки ще се извършват на платформата на ЦК за сделки за обратно изкупуване, като клиринговата услуга ще им осигурява автоматичен клиринг. Набраните при сделките за обратно изкупуване парични средства могат да бъдат предоставени като обезпечение на ЦК за целите на ПМ. Клирингът на самите сделки ще се извършва чрез ЦК, който следователно ще намали кредитния риск от контрагента за пенсионните планове.

Тази услуга ще позволи на пенсионните планове да сключват сделки за обратно изкупуване, като същевременно централизира в ЦК управлението на позициите и ограничи остатъчния двустранен кредитен риск от контрагента при тези сделки, тъй като контрагентът е ЦК, а не насрещната страна по сделката за обратно изкупуване.

Тъй като услугата за обратно изкупуване за пенсионните планове все още се разработва, някои важни въпроси във връзка с икономическата ѝ целесъобразност остават меродавни на този етап. Както е описано подробно в раздел 4.3 по-долу, в периоди на напрежение на пазара капацитетът на пазарите на двустранни сделки за обратно изкупуване, който да гарантира, че

пенсионните планове разполагат с необходимите парични средства за спазване на изисквания от ЦК ПМ, може да се окаже недостатъчен. Следователно трябва да се постави въпросът дали ще се развият пазари на сделки за обратно изкупуване с клиринг, които да осигурят допълнителния капацитет, необходим на пенсионните планове. Ако банковите доставчици на ликвидност за сделките за обратно изкупуване успеят да отстранят двустранните рискове от сделките си чрез прибягването до ЦК, това би намалило капиталовите изисквания, което от своя страна би повишило активността при сделките за обратно изкупуване. От друга страна, върху краткосрочното до средносрочно развитие на пазарите на сделки за обратно изкупуване биха могли да повлияят други фактори от нормативно естество като например нормотворчески инициативи по линия на Базел III, предложението за данък на ЕС върху финансовите сделки, както и възможните принципи на задължително намаляване на стойността на активите по силата на указанията на работната група по заемането на ценни книжа и репо сделките към Съвета за финансова стабилност. Тези фактори биха могли да намалят привлекателността на пазарите на сделки за обратно изкупуване за доставчиците на ликвидност и да доведат до свиването на тези пазари.

Освен това не е ясно доколко всички — или дори повечето — пенсионни планове, които срещат затруднения при удовлетворяването на исканията за ПМ, могат да използват тази услуга. Това е така, тъй като за обхванатите от услугата пенсионни планове ще е необходим достъп до ЦК съгласно специално споразумение за членство, което би ги задължило да правят вноски в специален гаранционен фонд. За разлика от конвенционалните споразумения за членство, този гаранционен фонд няма да се използва за покриване на загубите на други клирингови членове, а само на преките загуби, породени от потенциалната неплатежоспособност на самия пенсионен план. Фондът следователно не е изложен на риск от загуба поради неизправност на други клирингови членове, но от друга страна ще изисква предоставянето на допълнително обезпечение, което може да не бъде във възможностите на всички пенсионни планове и техните ръководители или управители.

Накрая, на този етап не са известни разходите за пенсионните планове, породени от използването на потенциалната услуга за обратно изкупуване. Възможно е разходите за сключване на сделка за обратно изкупуване с клиринг да бъдат по-високи от тези за сключване на двустранна сделка за обратно изкупуване. Това е така, защото, както бе описано по-горе, пенсионните планове ще трябва да поддържат гаранционен фонд, както и да плащат клирингова такса за сделката. Освен това пенсионните планове ще имат и разходи за оперативно свързване към услугата, както и за правни въпроси.

Тази потенциална услуга все още се разработва. Стартирането ѝ е планирано за първата половина на 2015 г. При комерсиализацията на услугата Комисията ще

продължи диалога си с въпросния ЦК и с пенсионните планове с цел да оцени доколко тя отговаря на потребностите на плановите.

Комисията ще проучи внимателно и капацитета на други ЦК за разработването на подобни услуги.

Тъй като предлаганата услуга все още не е стартирала, Комисията проучи допълнителни възможни технически решения, за да установи дали съществуват други мерки, които ЦК биха могли да предприемат, за да позволят на пенсионните планове да предоставят непарични активи като обезпечение за целите на ПМ. Тези потенциални технически решения са посочени по-долу. Целесъобразността на всеки вариант е оценена при отчитането на съответните правни, търговски, политически и практически пречки, свързаните с тях рискове, както и вероятните разходи за пенсионните планове, които биха могли да се установят.

В базовото проучване е разгледан въпросът и за евентуални алтернативни решения извън инфраструктурата на ЦК, които да позволят на пенсионните планове да използват централен клиринг, без това да влияе отрицателно върху пенсионните доходи. Тези алтернативни решения също са очертани по-долу, заедно с анализ на целесъобразността им.

Разбира се, всички рискове, произтичащи от техническите или алтернативните решения, трябва да бъдат съпоставени и с редуцирането на системния риск, което централният клиринг осигурява.

3.2. ПОТЕНЦИАЛНИ АЛТЕРНАТИВНИ РЕШЕНИЯ

(i) Преобразуване на обезпеченията чрез централните контрагенти

Това би довело до услуга за обратно изкупуване, предоставяна от ЦК на пенсионните планове, при която ЦК са основните им контрагенти по сделките за обратно изкупуване, в рамките на които им предоставят парични средства в замяна на ценни книжа. В този смисъл основната идея е сравнима с разработваната от посочения по-горе ЦК услуга за обратно изкупуване за пенсионните планове. При това потенциално решение обаче не се допуска, че ЦК ще може да предлага организирана пазарна платформа за сделки за обратно изкупуване, както и свързаните с нея клирингови услуги.

Съответният ЦК ще трябва да извършва едновременно насрещни сделки за обратно изкупуване с трета страна с цел набиране на паричните средства. Тази трета страна може да е посредническа банка на пазара на сделки за обратно изкупуване или централна банка.

Спорно е дали дадено споразумение, в което единственият доставчик на ликвидност за сделки за обратно изкупуване е централната банка, ще бъде приемливо за тази централна банка, поради което тук се допуска решение, което разчита, че при „нормални“ условия ЦК ще използват търговските банки и ще прибегнат до централната банка единствено при неблагоприятна пазарна конюнктура.

Понастоящем не всички ЦК имат постоянен достъп до инструментите на централните банки. Някои ЦК от ЕС понастоящем имат достъп до кредит в рамките на деня и при определени условия — до овърнайт кредит. Този достъп обаче може да не бъде достатъчен за прилагането на стандартния механизъм за преобразуване на обезпечение въз основа на сделка за обратно изкупуване. За тази цел ЦК би се нуждал поне от достъп до овърнайт кредит или дори до дългосрочни кредитни инструменти, за да се избегне ежедневно предоговаряне на краткосрочни сделки за обратно изкупуване. Това ще промени практиката между ЦК и централните банки — нещо, което централните банки и съответните заинтересовани страни трябва внимателно да разгледат.

Това потенциално решение предполага поемането от ЦК на по-висок риск по отношение на обема на сделките за обратно изкупуване и последващо излагане на риск от контрагента и на пазарен риск — което на свой ред повишава породения от ЦК системен риск.

Допълнителни пречки се поставят от необходимостта ЦК да инвестират в изграждането на съответния капацитет за търгуване и управление на касовите наличности, както и от оперативните и правни промени, най-вече в процедурите при неизпълнение, ако сделките за обратно изкупуване, сключени с неизправен клирингов член, трябва да бъдат уредени едновременно със засегнатите портфейли с извънборсови деривативи.

(ii) Пряко приемане на непарични активи с прехвърляне на получателите на ПМ

При този вариант ЦК позволява на пенсионен план да предоставя и получава ПМ под формата на непарични активи, които той вече държи — например държавни ценни книжа, като впоследствие тези активи се прехвърлят на контрагента по сделката „в парите“.

В такъв случай ЦК трябва да предлага за клиринг два паралелни набора продукти със същите основни икономически условия: един, при който ПМ се плаща и получава в брой, и друг, при който ПМ се предоставя и получава в определени допустими ценни книжа. Това намалява ликвидността на пазара и поражда вероятност от по-големи търговски спредове и по-малка гъвкавост при пренасянето или ликвидирането на позиции на неизправен участник в ЦК. Освен това исканията за предоставяне на обезпечение не могат да бъдат нетирани в рамките на двата продукта.

Друга основна пречка за целесъобразността на този вариант е невъзможността за своевременен сетълмент. Участниците, които предоставят непарични активи като обезпечение за целите на ПМ, трябва да бъдат в състояние да прехвърлят ценните книжа на името на ЦК същия ден, в който е отправено искането за предоставяне на обезпечение. Това обаче е практически трудно изпълнимо, тъй като понастоящем сетълмент в рамките на деня не е стандартна практика при централните депозитари на ценни книжа. Допълнителна трудност е, че ценните книжа могат да бъдат обменяни единствено в прехвърлими единици. Тъй като ЦК ще изчисляват платимите или дължимите суми за ПМ в парична стойност, те ще трябва да определят пазарна конвенция за начина, по който тази стойност следва да бъде превърната във възможното за предоставяне количество от ценната книга, която предоставящият обезпечението за целите на ПМ избере — и което води до необходимостта от компенсиране чрез разплащания в брой между ЦК и клиринговите членове.

Осигуряването на необходимия в тази връзка оперативен капацитет ще струва на ЦК, клиринговите членове, депозитарите, управителите на активи и пенсионните планове няколко милиона евро.

Съществува и съмнение от правно естество за това дали прехвърлянето към получателя на ПМ на ценни книжа удовлетворява изискванията, които имат някои пенсионни планове, за запазване на контрола върху активите си.

(iii) Приемане на непарични активи с прехвърляне на получателите на ПМ на залог върху ценни книжа

Тук, както при вариант ii), ЦК позволява на пенсионните планове да предоставят ценни книжа като обезпечение за целите на ПМ.

Вместо обаче да прехвърли предоставените ценни книжа на контрагентите — получатели на ПМ, ЦК учредява залог върху тях в полза на получателя на ПМ.

При това решение активите, предоставени като обезпечение за целите на ПМ, не се прехвърлят на получателя на ПМ и следователно присъщият на сделката риск фактически не е уреден. Налице е само правно обосновано вземане, чиято стойност ще варира във времето. В случай на неизпълнение стойността му няма да бъде точно определена до ликвидацията му. Този допълнителен риск би могъл да доведе до различно ценообразуване на сделката, което би я оскъпило спрямо сделките, които обичайно биват уреждани в брой, и отново би групирало отделно, в пригодения за пенсионните планове продукт, по-нисколиквидните продукти с клиринг.

Правният риск също е пречка пред такова решение, тъй като нормативната уредба на обезпеченията върху ценни книжа понякога се различава в държавите

членки на ЕС, което потенциално води до правна несигурност по отношение на последиците от неизпълнение.

(iv) Четиристранно обезпечение върху ценни книжа за целите на ПМ

Това е вариант на предходното решение, при който ценните книжа се прехвърлят на депозитар съгласно сключено споразумение между депозитара, пенсионния план, контрагента по първоначалната сделка и ЦК.

Това споразумение би позволило на пенсионния план да предоставя непарични активи като обезпечение за целите на ПМ, без да трябва да ги превръща в парични средства. Вместо това се предоставя обезпечение под формата на залог върху ценни книжа в полза на контрагента. В официално споразумение между четирите участващи страни — пенсионния план, контрагента, ЦК и депозитара, пенсионният план би поверил на депозитара управлението на обезпечението. Такова решение би се основало на съществуващите тристранни услуги за управление на обезпечението.

То обаче е изправено пред същите предизвикателства като предходното, тъй като води до неуреден кредитен риск от контрагента, а това е в противоречие с функцията на ПМ и може да породи опасения в клиринговите членове, контрагентите и регламентиращите органи.

То отново би довело до подгрупиране в продуктите, както и усложнения във връзка с ликвидността и нетирането.

(v) Преобразуване на обезпеченията от клиринговите членове

Тази първа алтернатива на техническите решения в рамките на ЦК е възможността пенсионните планове да набират парични средства извън инфраструктурата на ЦК чрез сделки за обратно изкупуване, сключвани с техните клирингови членове.

Клиринговите членове на ЦК, извършващи клиринг на извънборсови деривативи, обикновено принадлежат към банкови групи, които са активни и на пазара на сделки за обратно изкупуване. Може следователно да се предположи, че в тази връзка те са способни да предлагат на клиентите си — пенсионни планове — услуги за обратно изкупуване, без да са необходими инвестиции в нови стопански операции. Тази услуга би могла да се предоставя на пенсионните планове и от банка трета страна, независимо от използването от тях клирингови посредници.

Настоящият размер на пазара на двустранни сделки за обратно изкупуване обаче може да не е достатъчен за осигуряването на паричните средства, необходими на пенсионните планове за удовлетворяване на изискванията за ПМ. Във всички случаи финансовите средства, заделени за подобни сделки за обратно изкупуване, няма да бъдат гарантирани от посредниците, които биха могли да се оттеглят от този пазар в период на напрежение.

Базовото проучване констатира (вж. по-специално раздел 5.7.3), че в случай на значителна динамика на лихвения процент (например със 100 базисни пункта) пазарът на сделки за обратно изкупуване няма да бъде в състояние да поеме съвкупното търсене от пенсионните планове, желаещи да финансират изцяло платимия в брой изискуем ПМ, като в резултат, ако разчитат на пазара на двустранни сделки за обратно изкупуване, те няма да получат достъп до нужното им финансиране, за да спазват исканията за ПМ. Това ще доведе до неплатени искания за марж и ще постави пенсионните планове в неизпълнение, което от своя страна ще има отзвук на всички пазари.

При този режим клиринговите посредници на пенсионните планове, които са поели задължението да изпълнят искането за ПМ от името на клиентите си, ще бъдат изложени на последиците от тяхно неизпълнение. Клиринговите посредници обикновено са едни от най-значимите банки и следователно представляват огромен риск за цялостната финансова система.

(vi) Заемане на ценни книжа чрез посредник

При модела на заемане на ценни книжа чрез посредник пенсионният план заема на трети страни ценни книжа от портфейла си и получава от тях обезпечение под формата на парични средства, които могат да бъдат използвани за целите на ПМ.

При редица пенсионни планове заемането на ценни книжа вече е установена практика, с оглед на която те имат оперативни и правни споразумения. Заемният капацитетът на пенсионните планове зависи обаче от потребността във всеки един момент на други пазарни участници да вземат предлаганите активи назаем. Дали и за какъв срок контрагентите фактически желаят да вземат назаем ценни книжа е нещо извън контрола на пенсионните планове. Следователно заемането на ценни книжа не може да се разглежда като надежден източник на финансиране. Както при горния вариант, това положение би могло да доведе до неплатени искания за марж и потенциално — до неизпълнението на клиринговия посредник на пенсионния план.

(vii) Заемни операции, обезпечени от нефинансови дружества

Базовото проучване установи, че редица големи корпорации имат понастоящем значителни парични резерви, които биха били заинтересовани да отпуснат под формата на заеми при ниски равнища на риск.

Този алтернативен вариант предвижда даден пенсионен план да предостави ценни книжа по сделка за обратно изкупуване и да получи от корпорацията парични средства като гаранция за обратното изкупуване — подобно на описания в v) алтернативен подход.

Понастоящем обаче няма установен пазар за обезпечено корпоративно кредитиране на пенсионни планове, което означава, че макар концептуално погледнато корпорациите да са способни да осигурят на пенсионните планове парични средства за целите на ПМ, капацитетът и ценовите амплитуди на такъв пазар е невъзможно да се оценят. Тази алтернатива повдига въпроси и за това дали установяването на такъв пазар ще изисква регламентиране и относно въздействието, което това би имало върху разходите и предлагането. Поради това тя не може да се сметне за целесъобразен вариант.

4. ЗАКЛЮЧЕНИЯ

4.1. НАПРЕДЪК И ПОЛОЖЕНИ УСИЛИЯ ОТ ЦК

Може да се заключи, че с изключение на посочената в раздел 3 предложена услуга за обратно изкупуване за пенсионните планове ЦК изглежда не са напреднали достатъчно в разработването на технически решения за прехвърлянето на непарични обезпечения като ПМ. Изглежда също така, че за ЦК не представлява интерес нито едно от разгледаните в раздел 3.2, точки i) — iv) потенциални алтернативни решения, които биха използвали инфраструктура. Може да се заключи, че това се дължи на пречките, отбелязани в настоящия доклад. Все пак обаче ЦК следва да продължат да обмислят начини за практическото преодоляване на установените пречки пред внедряването на потенциалните алтернативни решения.

Липсата на напредък в установяването и разработването на целесъобразни решения може да се дължи на факта, че тези ЦК, които не са ги разработили, все още не са добре подготвени да предоставят подобни услуги, тъй като не предлагат посреднически или клирингови услуги на пазарите за обратно изкупуване, върху които да стъпят, за да улеснят преобразуването на обезпеченията. Може също да се предположи, че през последните две-три години ЦК насочиха ресурсите си за привеждане на услугите си в съответствие с нововъведените изисквания по силата на Регламента за европейската пазарна инфраструктура, както и с други нормативни реформи на равнище ЕС и в

международен план^v. ЦК впрегнаха значителни ресурси и общо за разработването на клирингови решения за клиентите си, тъй като клиринговите задължения по силата на Регламента за европейската пазарна инфраструктура ще обхванат и малките и средните пазарни участници (включително пенсионните планове), които не могат да извършват пряко клиринг в качеството си на клирингови членове. Липсата на усилия в разработването на технически решения може да се отдаде и на неуспеха на ЦК да набележат приоритетни насоки за развитие в тази област.

4.2. НЕОБХОДИМИ МЕРКИ

Комисията ще продължи да наблюдава разработването на предлаганата от съответния ЦК услуга за обратно изкупуване, за да прецени дали се запазва фокусът и дали решението се прилага безпроблемно през 2015 г., както е предвидено. Успешното внедряване на предлаганата услуга ще зависи и от продължаване на сътрудничеството с потенциалните участващи пенсионни планове.

Комисията ще продължи да работи и с други ЦК от ЕС, които извършват клиринг на съответните извънборсови деривативни сделки (лихвени и/или инфлационни суапове), за да прецени дали те биха възприели подобни решения. Както бе посочено по-горе, това може да зависи от капацитета на други ЦК да предлагат услуги за търгуване и клиринг на сделки за обратно изкупуване, както и за клиринг на извънборсови деривативи. Все пак Комисията настоятелно призовава всички ЦК от ЕС да продължат, в сътрудничество със своите клирингови членове и с пенсионните планове, да търсят начини за преодоляването на анализираните в настоящия доклад пречки пред постигането на решения за извършване на клиринг, които — самостоятелно или в комбинация — биха могли да предоставят на пенсионните планове необходимия капацитет за централен клиринг на техните сделки с извънборсови деривативи с по-малко въздействие върху доходността. Едно подходящо решение ще позволи на пенсионните планове да продължат да оперират с извънборсови деривативи без прекалено високи разходи, като същевременно техните контрагенти и по-широката финансова система ще могат да се възползват от наличния централен клиринг.

Комисията все пак признава, че в отсъствието на решение, най-късно от август 2018 г. пенсионните планове ще бъдат в крайна сметка задължени да заменят ценните си книжа с парични средства с оглед поддържането на достатъчен паричен буфер за изпълнение на евентуалните искания за ПМ. Трябва да се има предвид и фактът, че макар никое от потенциалните алтернативни решения да не представлява, както изглежда, изчерпателно задоволително решение за пенсионните планове, може да се наложи използването на комбинирани

преобразувания на обезпечения. Комисията ще насърчи също така сектора да прецени какви дългосрочни възможности за финансиране (като например обезпечени облигации или ценни книжа, обезпечени с активи) могат да бъдат на разположение на пенсионните планове и как тези източници, поотделно или в комбинация, биха могли да осигурят достатъчно и надеждно финансиране, включително в периоди на напрежение. Ясно е, че тези възможности за финансиране могат да зависят от способността на пенсионните планове да запазят правото на собственост и/или контрол върху обменяните срещу парични средства ценни книжа, както и че в такъв случай ще е необходима гъвкавост.

4.3. ПОТЕНЦИАЛНИ НЕБЛАГОПРИЯТНИ ПОСЛЕДИЦИ НА ЦЕНТРАЛНИЯ КЛИРИНГ НА СДЕЛКИТЕ С ДЕРИВАТИВИ ВЪРХУ ПЕНСИОННИТЕ ДОХОДИ НА БЪДЕЩИТЕ ПЕНСИОНЕРИ

При липса на освобождаване от задължението за клиринг пенсионните планове ще бъдат принудени да държат парични резерви вместо обичайно държаните от тях по-доходоносни активи като държавни ценни книжа. Запазването на непаричните активи и постоянната зависимост от действащи пазари на сделки за обратно изкупуване не предоставят достатъчно сигурност. Както се посочва в базовото проучване, основната пречка в тази връзка е фактът, че настоящите пазари на двустранни сделки за обратно изкупуване изглежда не разполагат с достатъчно ликвидност, за да удовлетворят потребностите на пенсионните планове от ЕС в период на напрежение. Това заключение се основава на анализа на пазарите на ЕС на държавни ценни книжа. Базовото проучване показва, че при движение от 100 базисни точки изисканият от пенсионните планове от ЕС ПМ ще възлиза на общо 204—255 млрд. евро. От тях 98—123 млрд. евро (82—103 млрд. британски лири) ще се отнасят до пенсионни планове от Обединеното кралство и ще бъдат основно свързани с активи в лири, а 106—130 млрд. евро ще се отнасят до активи в евро (и може би в други парични единици).

Дори ако пенсионните планове са единствените активни участници на тези пазари, общото искане за ПМ при подобно движение ще надвиши дневния капацитет на пазарите на сделки за обратно изкупуване на британски държавни ценни книжа и вероятно ще надхвърли съответните части на пазара на сделки за обратно изкупуване на държавни ценни книжа от ЕС — т.е. преди всичко на немски държавни ценни книжа (бундове). Ликвидност за сделки за обратно изкупуване съществува при други, по-малко ликвидни, но все пак първокласни ценни книжа, въпреки че пазарите на тези инструменти са много по-податливи на свиване в периоди на напрежение.

Притежаването на парични резерви за покриването на потенциалните промени на пазара ще намали общата възвръщаемост от инвестициите, направени в полза на участващите в схемите пенсионери, и в крайна сметка ще намали общия

размер на плащаните от пенсионните планове суми като пенсионен доход за тези бенефициери.

Според базовото проучване, разходите за преминаване от двустранно обезпечение към предоставяне на парични средства на ЦК като обезпечение за целите на ПМ биха могли за 40 години да доведат до общо намаляване на пенсионните доходи в размер на 3,1 % в Нидерландия и 2,3 % в Обединеното кралство. Общият размер на очакваното въздействие върху пенсионните доходи в целия ЕС за период от 20—40 години ще достигне до 3,66 %. Това се дължи пряко на очакваното намаляване на възвръщаемостта от инвестициите поради задължението за поддържане на парични резерви вместо притежаване на ценни книжа.

Това е значително въздействие, което би могло да се отрази на пенсионерите в целия ЕС и което на този етап може да бъде сметнато за несъответстващо на ползите от задължаването на пенсионните планове да извършват клиринг. Това заключение отчита факта, че във всички случаи сделките ще трябва да бъдат обезпечавани на двустранна основа по силата на предстоящите изисквания, заложи в член 11, параграф 3 от Регламента за европейската пазарна инфраструктура, за двустранно допълнително обезпечение, с които се ограничава кредитният риск от контрагента при сделките, по които пенсионните планове са контрагент — от гледна точка както на банките, така и на самите пенсионни планове.

Възможно е пенсионните планове в горния край на скалата на това въздействие да изберат да не хеджират пасивите си, за да запазят текущите равнища на пенсионен доход за бенефициерите. На свой ред нехеджираната волатилност на пазара може да породява риск от инвестиционни загуби, което също ще доведе до намаляване на пенсионните доходи.

Следва да се отбележи обаче, че, тъй като значителна част от стандартизираните договори за извънборсови деривативи подлежат на централен клиринг, договорите, по които не се извършва клиринг, могат да станат по-малко ликвидни с течение на времето. Само по себе си това ще ограничи в бъдеще общата разлика в разходите при двата типа договори.

4.4. ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ДЕЛЕГИРАН АКТ

Комисията смята, че на настоящия етап не са налице необходимите усилия за разработване на подходящи технически решения и че неблагоприятното въздействие на договорите за деривативи, които подлежат на централен клиринг, върху пенсионните доходи на бъдещите пенсионери остава непроменено.

Ето защо Комисията възнамерява да предложи чрез делегиран акт удължаване с две години на тригодишния период в член 89, параграф 1 от Регламента за европейската пазарна инфраструктура. Комисията ще продължи да наблюдава ситуацията с техническите решения, които позволяват на пенсионните планове да предоставят непарични активи за удовлетворяване на исканията от ЦК за ПМ, за да прецени дали този срок следва да се удължи с още една година.

-
- ⁱ Според определението в член 2, параграф 10 от Регламента за европейската пазарна инфраструктура.
- ⁱⁱ По силата на член 89, параграфи 1 и 2 от Регламента за европейската пазарна инфраструктура, освобождаването се прилага единствено за договори за извънборсови деривативи, за които обективно може да се измери, че водят до намаляване на инвестиционните рискове, пряко свързани с финансовата състоятелност на пенсионните планове, както и когато пенсионните планове срещат трудности при изпълнението на изисквания за ПМ.
- ⁱⁱⁱ Базовото проучване се намира на уебсайта на Европейската комисия http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#maincontentSec2
- ^{iv} Следва да се отбележи, че тази разработвана услуга няма да се ограничава до пенсионните планове, а би могла да бъде предложена и на други пазарни участници със сходни нужди.
- ^v Няколко ЦК от ЕС са лицензирани и развиват дейност в юрисдикции на трети държави.