

Брюксел, 23.9.2020 г.
COM(2020) 574 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 деривати, централните контрагенти и регистрите на трансакции, изменен с Регламент (ЕС) № 2019/834, в който се оценява дали са били разработени ефективни технически решения за прехвърлянето от пенсионните планове на парични и непарични обезпечения като вариационни маржини, както и необходимостта от мерки за улесняване на тези ефективни технически решения

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 деривати, централните контрагенти и регистрите на трансакции, изменен с Регламент (ЕС) № 2019/834, в който се оценява дали са били разработени ефективни технически решения за прехвърлянето от пенсионните планове на парични и непарични обезпечения като вариационни маржини, както и необходимостта от мерки за улесняване на тези ефективни технически решения

1. ВЪВЕДЕНИЕ

Регламентът за европейската пазарна инфраструктура (EMIR)¹, който през 2012 г. въведе в ЕС реформите на Г-20 в областта на договорите за извънборсови деривати, предостави временно освобождаване от задължението за централен клиринг за субектите, управляващи пенсионни планове, по отношение на някои видове извънборсови деривати².

Съгласно регламента пенсионните планове включват институциите за професионално пенсионно осигуряване по смисъла на член 6, буква а) от Директива 2003/41/ЕО, дейностите в областта на професионалното пенсионно осигуряване на институциите по член 3 от същата директива, професионалното пенсионно осигуряване, предоставяно от застрахователните предприятия в приложното поле на Директива 2002/83/ЕО (при условие че активите и задълженията, свързани с тази дейност, са отделени от останалите дейности на застрахователното предприятие), както и всеки друг оправомощен и поднадзорен субект, действащ в национален мащаб, чиято основна цел е да осигурява пенсионни плащания.

Временното освобождаване беше предоставено, за да се отчетат специфичните характеристики на стопанския модел на такива субекти и въздействието, което би могъл да окаже върху пенсиите задължителният клиринг: както се припомня в съображение 26 от EMIR, субектите, управляващи пенсионни планове, „обикновено намаляват дела на разпределяната част в налични парични средства, за да увеличат ефикасността и възвръщаемостта за техните титуляри на полици. Следователно да се изиска тези субекти централно да извършат клиринг на договорите за извънборсови деривати би довело до заделяне на значителна част на техните активи в парични средства, за да могат да отговорят на изискванията за текущо обезпечение на ЦК.“ Централният клиринг на извънборсови деривати изисква подходяща парична наличност за посрещане на изискванията за

¹ Регламент (ЕС) № 648/2012.

² Освобождаването се отнася за договори за извънборсови деривати, за които обективно може да се измери, че водят до намаляване на инвестиционните рискове, пряко свързани с финансовата състоятелност на пенсионните планове и със субекти, създадени с цел предоставяне на обезщетение на членове на такива планове, в случай на неизпълнение, и за пенсионни планове, които срещат трудности при изпълнението на изискванията за вариационен маржин (член 89 от EMIR).

обезпечение на централните контрагенти (ЦК). Както е отчетено във въведената с EMIR уредба, държането на големи парични наличности за посрещане на евентуални искания за допълнителен вариационен маржин може да има негативно въздействие върху пенсионния доход на пенсионерите.

Независимо проучване, предоставено на Комисията от Europe Economics и Bourse Consult през 2014 г., оценява потенциалния размер на вариационния маржин, който пенсионните фондове в ЕС би следвало да платят, ако настъпи промяна на ставките с 1 %. Макар в проучването да е обхванато и Обединеното кралство, резултатите, изключвайки Обединеното кралство, показват, че този размер би бил в интервала от 106 до 133 милиарда евро, като нараства още при сценарии с по-голяма промяна.

В по-скоро време допълнителни проучвания бяха проведени от Евросистемата³ и от централната банка на Дания⁴. Тези проучвания сочат, че потенциалният вариационен маржин за нидерландските и датските пенсионни фондове — на които принадлежат около 52 % от финансовите активи на пенсионните фондове в ЕС (изключвайки Обединеното кралство)⁵ — при същия кризисен сценарий (промяна на ставките с 1 %) би бил в размер на съответно под 53 милиарда евро и 106 милиарда датски крони (или около 14 милиарда евро), следователно малко по-ниско от съответстващите стойности⁶ в горепосоченото независимо проучване. На базата на паричните наличности общият паричен недостиг може да възлезе на до 17 милиарда евро за всички пенсионни фондове в еврозоната⁷.

Сходни промени в ставките, разходите и рисковете не биха повлияли само пенсионните планове, а и други финансови дружества, които също използват централен клиринг (напр. инвестиционни фондове, застрахователни дружества), а рисковете от неизпълнение поради липсата на приемливо обезпечение могат да възникнат и при двустранното търгуване на деривати, а не само при централния клиринг. Както обаче ЕОЦКП отчита в своя първи доклад по тази тема, пенсионните планове изглежда са по-ограничени в способността си да намаляват тези рискове чрез гъвкавост на инвестиционните стратегии, наличие на инвестиции, съответстващи на техните задължения, достъп до източници на ликвидност, както е обсъдено в следващите раздели.

³ Европейска централна банка, Преглед на финансовата стабилност, май 2020 г. Оценките за нидерландските пенсионни фондове са в интервала от 36 до 47 милиарда евро; като се има предвид, че нидерландските пенсионни фондове държат около 89 % от лихвените суапове на пенсионните фондове в еврозоната, искането за предоставяне на допълнително обезпечение за всички пенсионни фондове от еврозоната се оценява в интервала от 40 до 53 милиарда евро.

⁴ Danmarks Nationalbank, „Pension companies will have large liquidity needs if interest rates rise“, ноември 2019 г.

⁵ По данни на „Сметки на еврозоната“ към края на 2019 г.

⁶ Съответстващите числа за нидерландските и датските пенсионни фондове възлизат съответно на приблизително 60 и 27 милиарда евро.

⁷ Оценките за паричния недостиг на нидерландските пенсионни фондове са в интервала от 6 до 15 милиарда евро. Като се има предвид, че нидерландските пенсионни фондове държат около 89 % от лихвените суапове на пенсионните фондове в еврозоната, паричният недостиг на всички пенсионни фондове от еврозоната може да възлезе на до 17 милиарда евро.

Временното освобождаване имаше за цел да осигури необходимото време за намиране на подходящо техническо решение, което да позволи на пенсионните планове да използват централен клиринг с ЦК, като същевременно да се избегнат значими неблагоприятни последици за доходите на пенсионерите. Във въведената с EMIR уредба дейностите с извънборсови деривати вече са предмет — при съответните прагове — на намаляване на операционния риск и изисквания за обезпечаване на извънборсовите сделки, които не са преминали клиринг, предвидени в член 11, който се прилага поетапно от 2017 г.⁸: тези изисквания имат за цел справяне с рисковете, свързани с деривати, при които се извършва нецентрализиран клиринг, като същевременно създават стимули за използване на централен клиринг. Пенсионните планове също подлежат на задължението за отчитане съгласно EMIR.

Макар разговорите с пенсионните планове и с други заинтересовани страни да потвърждават, че пенсионните планове желаят да извършват клиринг с ЦК и действително го правят в определени случаи, задължителният клиринг продължава да бъде предизвикателство. Ето защо през годините освобождаването от задължението за централен клиринг бе удължавано поради липсата на ефективно техническо решение. Регламент (ЕС) 2019/834 (представляващ преглед на EMIR по REFIT), влязъл в сила през юни 2019 г., продължава освобождаването до юни 2021 г. и дава възможност за двукратно допълнително продължаване с делегирани актове на Комисията всеки път за не повече от една година. Крайната цел на регламента обаче остава централен клиринг възможно най-скоро, при условие че текущите регулаторни и пазарни промени позволят на участниците на пазара да разработят подходящи решения (EMIR, съображение 30). От ЦК, клиринговите членове и пенсионните планове се изисква да положат максимални усилия, за да спомогнат за разработването на такива решения.

Член 85 от Регламент (ЕС) 2019/834 задължава Комисията да изготвя годишни доклади до последното удължаване на срока на освобождаването, в които се оценява „дали са били разработени ефективни технически решения за прехвърлянето от пенсионните планове на парични и непарични обезпечения като вариационни маржини, както и необходимостта от мерки за улесняване на тези ефективни технически решения“.

Регламентът също така определя, че ЕОЦКП, в сътрудничество с ЕБО, ЕОЗППО и ЕССР, е длъжен да представя пред Комисията годишни доклади, които оценяват проблема. Първият доклад на ЕОЦКП беше получен в Комисията през април 2020 г. Заедно с доклада ЕОЦКП започна обществена консултация, за да събере допълнителна информация от заинтересованите страни и да представи пред Комисията втори, по-изчерпателен доклад до декември 2020 г. Поради това подробният доклад на ЕОЦКП не беше готов навреме, за бъде взет предвид в настоящия доклад на Европейската комисия.

⁸ Делегиран регламент (ЕС) № 2016/2251 на Комисията.

С Регламент (ЕС) 2019/834 също така се възлага на Комисията да създаде експертна група, съставена от представители на съответните заинтересовани страни, за да следи полаганите от тях усилия и да оценява постигнатия напредък за намиране на ефективни технически решения. Експертната група, която продължава дейността на своя предшественик (Групата на високо равнище на Комисията по въпросите на пенсионните фондове), включва представители на ЦК, клирингови членове, пенсионни планове, централни банки и други заинтересовани страни; тя е имала две заседания — през октомври 2019 г. и през април 2020 г. (чрез конферентен разговор) — и ще продължи да заседава на всеки шест месеца. Комисията продължава да използва работата на групата като основа за своите доклади до съзаконодателите.

2. ЦЕЛ НА ДОКЛАДА

С настоящия доклад Комисията изпълнява своето задължение по член 85 от EMIR.

Настоящият доклад надлежно взема предвид първия доклад на ЕОЦКП, както и проведените обсъждания в рамките на експертната група. Както бе обяснено, резултатите от започнатата от ЕОЦКП обществена консултация ще бъдат отразени във втория доклад на Комисията, който ще бъде публикуван през следващата година.

Настоящият доклад анализира основните проблеми, посочени от заинтересованите страни, във връзка с използването на централен клиринг от пенсионните планове, както и разгледаните до момента решения. Както бе посочено, освобождаването на пенсионните планове от централен клиринг е в сила до юни 2021 г.: предвид този срок настоящият доклад има за цел да информира Европейския парламент и Съвета относно постигнатия напредък в тази област, както и да идентифицира аспектите, които да бъдат допълнително проучени, за да се способства за намиране на осъществимо и устойчиво решение за централен клиринг.

3. ОСНОВНИ УСТАНОВЕНИ ПРОБЛЕМИ

3.1 Информация за стопанския модел на пенсионните планове и използването на деривати

Европейските пенсионни планове, особено в някои държави членки като Нидерландия и Дания, са активни участници в пазара на извънборсови деривати. Те използват такива деривати за хеджиране на своите задължения срещу множество рискове, включително волатилност на лихвените проценти и инфлацията, и в крайна сметка — за да се защитят от рискове за платежоспособността. Задълженията на пенсионните фондове към техните

настоящи и бъдещи пенсионери имат дълги срокове до падежа, на които трябва да съответстват дългосрочни активи; такива активи обичайно са държавните и корпоративните облигации; пълното хеджиране на задълженията с облигации обаче не изглежда възможно за пенсионните фондове в ЕС предвид ограничената наличност на облигации с подходящи характеристики; освен това дериватите съответстват по-добре на задълженията на пенсионните планове, тъй като суапове често се използват за дискотиране на такива задължения за нуждите на оценяването. Както е докладвано от ЕОЦКП, в това отношение положението на пенсионните планове в ЕС се отличава от това на пенсионните фондове в САЩ, които в по-голяма степен разчитат на дългосрочни активи, като корпоративни и държавни облигации, за нуждите на хеджирането: пенсионните фондове в САЩ обикновено имат по-къса дюрация на задълженията в сравнение с пенсионните планове в ЕС, техните задължения обичайно се дискотират с доходността на корпоративните облигации с рейтинг АА, а пазарът на корпоративни облигации в САЩ е по-дълбок. Както отчита ЕОЦКП, пенсионните планове като такива изглежда имат структурна необходимост да търгуват с извънборсови деривати.

Портфейлът от деривати на пенсионните планове обичайно е голям, с дълъг срок и еднопосочен, като според ЕОЦКП общата експозиция на сектора представлява потенциален системен риск.

По отношение на вида деривати пенсионните планове широко използват дългосрочни лихвени суапове: според данните от DTCC (американския депозитарен тръст и клирингова корпорация) за 2015 г. относно EMIR около 20 % от лихвените суапове, в които поне единият контрагент е застраховател или пенсионен фонд от ЕС, са с 30-годишен срок до падежа, докато средната стойност в световен мащаб е под 10 %⁹. Лихвените суапове са класът деривати, който съгласно EMIR подлежи на задължението за клиринг. Пенсионните планове търгуват своите деривати двустранно или използват централен клиринг с ЦК в повечето случаи като клиенти на клирингови членове.

Следва да се отбележи, че пенсионните схеми и пазари в ЕС са доста разнообразни: в някои държави членки пенсионните системи от втория стълб са по-развити, отколкото в други, а пенсионните фондове с дефиниран доход са по-широко разпространени; в други преобладава моделът с дефинирани вноски. По данни към края на 2018 г. най-големите пазари на пенсионни планове в ЕС са Нидерландия, където средното съотношение на активи към БВП е 173,3 %, и Дания — със съотношение от 198,6 %. Подобни схеми съществуват и в Ирландия. В такива държави частните пенсионни схеми играят важна роля в осигуряването на пенсионен доход за пенсионерите.

3.2 Проблемът с централния клиринг на пенсионните планове

Основният установен проблем по отношение на централния клиринг на пенсионните фондове е свързан с факта, че при клиринг с ЦК се изисква

⁹Европейски съвет за системен риск, Occasional Paper Series № 11, 2016 г.

предоставянето на вариационен маржин в парични средства; обсъжданията в сформирания от Комисията група от заинтересовани лица показват, че това е проблем за пенсионните планове в случай на неблагоприятни пазарни условия.

В модела на централен клиринг ЦК изискват вариационен маржин от своите участници, за да компенсират промените в пазарната стойност на управляваните от тях позиции в деривати. По този начин ЦК са винаги защитени от пазарните промени, а пазарните участници не натрупват във времето големи загуби, свързани с техния портфейл, преминаващ през централен клиринг. Печалбите и загубите се изчисляват от ЦК и се разменят ежедневно посредством процеса на оценка по пазарни цени. Паричните средства са най-подходящи при използването на вариационни маржини, тъй като свеждат до минимум евентуалните рискове от загуба на стойност, а прехвърлянето им е окончателно. Прехвърлянето на парични средства като вариационен маржин също така е по-лесно от оперативна гледна точка и е съвместимо с подхода за управление на ликвидния риск на ЦК, заложен в EMIR¹⁰.

Това означава, че участниците в клиринга трябва да могат да отговорят на такива искания посредством подходящи парични суми: ако това не е така и клиринговият член не е в състояние навреме да предостави изисквания вариационен маржин, той се обявява в неизпълнение от ЦК, който след това задейства своите процедури при неизпълнение, за да възстанови баланса в портфейла. Освен това вариационният маржин трябва да бъде предоставен на ЦК в кратък срок, което създава допълнителни оперативни затруднения¹¹.

Паричните средства са свързани с високи алтернативни разходи, тъй като нямат рентабилността на други активи и не са подходящи за балансиране на сроковете до падеж на задълженията на пенсионните планове, с което ги излагат на дисбаланс между активи и пасиви. Държането на големи парични наличности вместо други по-високодоходни активи би допринесло за намаляване на възвръщаемостта за пенсионерите и би повлияло на разпределението на активите на пенсионните планове, тъй като действително пенсионните фондове обичайно не поддържат голяма парична наличност, което се потвърждава от годишната световна статистика за пенсиите, публикувана от ОИСР.

Проблемът с паричния вариационен маржин може да се окаже предизвикателство, особено в периоди на неблагоприятни пазарни условия и в съчетание с нарастващи лихвени равнища, когато исканията на ЦК за вариационен маржин от пенсионните планове биха могли да нараснат значително.

¹⁰ Освен това вариационният маржин с парични средства дава увереност на ЦК в способността им за правилна оценка на трансакциите им и представлява пазарната конвенция при суапове, преминаващи през клиринг, възприета от всички участници на пазара на такива суапове.

¹¹ При искания за допълнително обезпечение в рамките на деня някои ЦК позволяват на участниците да използват ценни книжа вместо парични средства; исканията за допълнително обезпечение към края на деня обаче следва да бъдат удовлетворени с парични средства.

Искания за допълнителен вариационен маржин в голям размер могат да възникнат и в контекста на сделки, непреминаващи през централен клиринг, в които пенсионните планове понастоящем участват. В този контекст обаче пенсионните планове могат да предоставят вариационен маржин и във форма, различна от парични средства, например висококачествени държавни облигации (актив, от който пенсионните фондове обичайно имат голяма наличност) — макар че напоследък и при двустранните сделки между тях от пенсионните планове в по-голяма степен се изисква предоставяне на вариационен маржин в парични средства.

Следва да се отбележи, че обосновката на нормативната уредба на EMIR е такава, че да насърчава централния клиринг, включително и чрез намаляване на удобството на двустранните сделки в съответствие със свързаните рискове: очаква се това и други нормативни промени, заедно с пазарните сили, да доведат до нарастване на обемите на преминаващите през централен клиринг деривати и евентуално до по-изгодни цени в сегмента, за който се извършва централен клиринг, в сравнение с този, за който не се извършва централен клиринг. Както бе посочено, някои пенсионни фондове действително вече са започнали доброволно и избирателно да използват централен клиринг.

Следва да се отбележи, че като цяло пенсионните планове е по-вероятно да използват клиринг непряко като клиенти на клирингови членове, отколкото да станат преки членове на ЦК, както е разгледано в следващите раздели.

Гореизложеното предоставя контекста за характеристиките, които следва да имат евентуалното решение на проблема с централния клиринг: в него трябва да е намерен правилният баланс между постигането на финансова стабилност и необходимостта то да е ефективно за пенсионните планове по отношение на разходите, така че да няма прекомерно въздействие върху обезщетенията на пенсионерите, като трябва да е достатъчно стабилно и при неблагоприятни пазарни условия.

3.3 Разглеждани до момента потенциални решения

Обсъждането на централния клиринг за пенсионните планове доведе до това през годините да бъдат проучени различни подходи. Някои потенциални решения са очертани в доклада на Комисията по този въпрос, изготвен в изпълнение на EMIR през 2015 г., в който се стига до заключението, че не е разработено ефективно техническо решение.

При проучването на възможностите до момента вниманието е насочено върху това как пенсионните планове биха могли да предоставят на ЦК вариационния маржин по безопасен и икономически ефективен начин. В доклада на Комисията от 2015 г. се посочва, че първоначално е разгледана възможността ЦК да получават вариационния маржин във форма, различна от пари, например във висококачествени държавни облигации: по общо мнение обаче такъв подход би бил трудно осъществим, защото при него би се наложило ЦК да управляват

портфейл от облигации, които да бъдат превърнати в парични средства при съответните рискове, а това би могло да изопачи ролята им на посредници, управляващи портфейл с непроменлива стойност.

Ето защо се проучва втори набор от възможности, при който пенсионните планове могат да заменят своите облигации срещу парични средства, за да отговорят на искания на ЦК за допълнително обезпечение (преобразуване на обезпечения). При проучването и разработването на потенциални решения през последните години заинтересованите страни в сектора се съсредоточиха именно върху ефикасното преобразуване на обезпечения от пенсионните планове.

Преобразуване на обезпечения от клирингови членове

Клиринговите членове, като например банки, обикновено могат да предоставят на своите клиенти, включително на пенсионните фондове, услуги за преобразуване на обезпечения¹² посредством репо сделки. Повечето пенсионни планове, които участват в централен клиринг, понастоящем действително правят това като клиенти на клирингови членове и може да продължат тази практика дори в условията на задължителен клиринг. При репо сделка едната страна продава актив на другата страна и се задължава да изкупи обратно актива на уговорена цена на бъдеща дата. Активът обикновено е облигация и служи за обезпечение за даващия в заем парични средства срещу кредитния риск от контрагента. Поради това репо сделките могат да се използват като начин за преобразуване на облигации в парични средства и за попълване на вариационни маржини с допълнителното предимство, че предоставящият облигациите запазва собствеността си върху самите облигации и в дългосрочен план продължава да получава доходност от тях.

Големите банкови групи обикновено участват активно в репо пазара. За някои фактори обаче се посочва, че намаляват стимулите за участие на клиринговите членове в такива сделки. Както изтъкват много пазарни участници, структурата на коефициента на ливъридж в рамката Базел III затруднява участието в репо сделки, тъй като такива трансакции имат малки обезпечения, но увеличават балансите на банките, като по този начин увеличават знаменателя на отношението. Банките като такива трябва да имат по-голям размер на капитала от първи ред, за да спазят изискването. Сходни съображения са развити в анализа на репо пазарите от 2017 г. на Комитета за глобалната финансова система¹³, в който се изтъква възможният компромис между регулаторни реформи с акцент върху размера на балансите на банките (имащи за цел намаляване на прекомерния ливъридж) и последиците, включително за крайните потребители, по отношение на достъпността на репо сделките¹⁴. В това отношение обемите на репо пазарите в

¹² Такава услуга може да бъде предоставяна на пенсионните фондове и от други банки, различни от техния клирингов член.

¹³ CGFS, „Repo market functioning“, 2017 г.

¹⁴ „Свиване на способността за посредничество би могло да намали и степента, в която репо пазарите са в състояние да отговорят на търсенето в бъдещи кризисни периоди. Намаление на

ЕС през последните години все пак продължават да растат,¹⁵ а според анализа на ЕЦБ непредвидените последици от регулаторните реформи за предоставянето на репо услуги от банките в еврозоната са несъществени¹⁶.

Освен това начинът, по който първоначално е замислен коефициентът на ливъридж, прави по-неудобно за банките предоставянето на услуги по клиринг на клиенти, тъй като дадените от клиентите обезпечения не могат да се използват за компенсиране на стойността на експозицията (която участва в знаменателя на отношението). През 2019 г. Базелският комитет¹⁷ предложи въвеждането на промени в изчисляването на коефициента на ливъридж, така че да не се санкционира ненужно клирингът за клиенти. Тези промени бяха отразени в преработения Регламент за капиталовите изисквания (РКИ2), който влезе в сила през юни миналата година.

Беше направено и изменение на коефициента на ливъридж, засягащо третирането на обратните репо сделки. Тези промени могат да допринесат за насърчаване на участието на банките в клиринг за клиенти и евентуално в посредничество при репо сделки, с което ще бъде подкрепена и ликвидността на репо пазара. Въздействието на такива промени ще трябва да бъде оценено.

Освен това има опасения относно способността на репо пазарите да отговорят на търсенето на парични средства едновременно от всички пенсионни фондове, особено в кризисни периоди, както е обсъдено с повече подробности по-долу.

Преобразуване на обезпечения чрез репо пазари, преминаващи през клиринг

През последните години някои ЦК разработиха нови модели в подкрепа на централния клиринг за пенсионни планове, основани на улесняване на достъпа на пенсионни планове до ЦК и до репо пазарите, преминаващи през клиринг; това може да включва и достъп до извънборсовия пазар, преминаващ през клиринг. В Европейския съюз тези модели са разработени от поне един ЦК и, доколкото е известно на Комисията, сходни модели вероятно ще бъдат приети и от други ЦК¹⁸. В тази рамка пенсионните планове имат преки договорни отношения с ЦК и биват „подпомагани“ (или „подкрепени“ по други начини) от клирингов член (обикновено банка), който действа като клирингов агент и подпомага централния клиринг на пенсионния план — например като прави вноски в гаранционния

функционирането на репо пазара може да създаде фрикции на паричните пазари и пазарите на деривати и да намали способността на финансовите институции да превръщат в пари своите активи. Машабът на произтичащите от това разходи за финансовата стабилност и за реалната икономика във време на криза би могъл да бъде като цяло значим, макар такива ситуации да не са настъпвали в значителен мащаб в най-близкото минало. Приспособяването на репо пазарите би могло да намали разходите за някои крайни потребители, но може да създаде и нови рискове“.

¹⁵ ICMA, European Repo Market Survey, декември 2019 г.

¹⁶ ЕЦБ, Преглед на финансовата стабилност, 2017 г.

¹⁷ Базелски комитет по банков надзор, „Leverage ratio treatment of client cleared derivatives“, 2019 г.

¹⁸ Според информацията, с която Комисията разполага, извън ЕС предложения за клиринг на репо сделки за купувачи са създадени от LCH Ltd (Обединено кралство), Canadian Derivatives Clearing Corporation (Канада) и DTCC FICC (САЩ).

фонд на ЦК и се ангажира с услуги за управление на неизпълнението и с други услуги (управление на обезпечението и т.н.).

Сами по себе си тези модели не елиминират необходимостта от предоставяне на вариационен маржин под формата на парични средства за извънборсовите деривати, преминаващи през клиринг, но те осигуряват на пенсионните планове допълнителен достъп до репо пазарите. Такива модели на „улеснено членство“ биха имали за цел и облекчаване на някои ограничения за клиринга за клиенти, като например концентрирането на клиринга за клиенти в ЕС в едва няколко клирингови члена или проблема за преносимостта на позициите на клиенти, в случай че клирингов член изпадне в неизпълнение. От гледна точка на банките такива модели следва да се окажат по-лесно изпълними по отношение на капиталовите изисквания от традиционните дейности по клиринг за клиенти.

Доколкото е известно на Комисията, такъв модел се развива във времето, като интересът на пазара към него се е увеличил до известна степен, но засега малко на брой пенсионни планове — обикновено големите — са започнали да използват такава услуга. Една очевидна причина за това може да е фактът, че при преките отношения с ЦК от пазарните участници — както от пенсионните планове, така и от клиринговите членове — може да се изискват допълнителна оперативна и правна подготвеност и инвестиции. Освен това пенсионните фондове, които участват в групата на заинтересовани страни към Комисията, съобщават, че тези модели като цяло са достъпни само за големите пенсионни планове, подкрепят се от малък брой банки и все още предполагат зависимост на пенсионния план от готовността на клиринговия член да предостави свързаните услуги.

Според съвместен документ на Международната асоциация за суапове и деривати (ISDA) и Pensions Europe от 2018 г.¹⁹ моделите на пряко или „улеснено“ членство се разглеждат с интерес от пазара също и поради това, че могат да бъдат по-интересни за банките, отколкото традиционните отношения при клиринг за клиенти. Пълното пряко членство изглежда трудно по ред причини (включително поради необходимостта да се удовлетворят условията на ЦК за членство и вноските в гаранционния фонд, както и да се гарантира наличието на оперативен капацитет); моделите на улеснен достъп могат да бъдат начин за постигане на напредък в това отношение. Според пенсионните фондове, които участват в групата на заинтересовани страни към Комисията, ще бъдат необходими и някои допълнителни подобрения.

Обсъждане на репо пазара

Репο пазарът обикновено се разглежда от пенсионните планове като полезен инструмент за техните ликвидни нужди, а в обсъжданията в експертната група, създадена от Европейската комисия, той като цяло се описва като евентуален елемент от цялостното решение на проблема с вариационния маржин.

¹⁹ Съвместен документ на Pensions Europe и ISDA, „Potential demand for clearing by EU Pension Funds“, 2018 г.

Въпреки това в сектора остава загриженост по отношение на способността на репо пазарите да отговорят на съвкупното търсене на парични средства, произтичащо от необходимостта всички пенсионни планове да преминат през клиринг при неблагоприятни пазарни условия, когато репо пазарите е вероятно да бъдат под натиск да поемат голямо търсене на ликвидност — не само от пенсионните планове. Освен това е възможно през кризисен период банките невинаги да са склонни да предложат репо споразумения на пенсионните планове или поне не в същата степен. Както се изтъква от ЕОЦКП, редица от тези и други аспекти са свързани с цялостните търговски взаимоотношения между банките и техните клиенти — пенсионни планове. Ако пенсионните планове не са в състояние да използват репо пазара при неблагоприятни условия, те може да се окажат неспособни да изпълнят искания на ЦК за допълнително обезпечение и дори да се превърнат в източник на по-обхватни проблеми, свързани с финансовата стабилност. В това отношение може да се окаже полезна възможността за установяване на диверсифициран набор от договорености между банките и пенсионните планове за осигуряване на ликвидност.

Преминаващите през клиринг репо пазари би следвало да имат преимуществото да са по-ликвидни от двустранните пазари, тъй като банките по принцип са по-склонни да търгуват с преминаващи през клиринг репо споразумения, отколкото с двустранни репо споразумения — не на последно място заради това, че могат да нетират своите позиции с ЦК. Според CGFS (2017) в еврозоната „делът на сделките на репо пазара чрез ЦК е нараснал през изминалите години, като на тях се падат 50—60 % от обемите на репо пазара в еврозоната благодарение на привлекателността им за управление на баланса.“ От тази гледна точка следва да бъдат разгледани и усилията на някои ЦК да направят възможно прякото участие на крайни потребители в техните платформи за репо сделки, преминаващи през клиринг. Пенсионните планове съобщават, че пазарът на репо сделки, преминаващи през клиринг, може да предложи допълнителен капацитет за репо сделки в сравнение с двустранните репо сделки, но също има посочените по-горе ограничения.

Международната асоциация на капиталовите пазари (ISMA) изготви преглед на функционирането на европейските репо пазари, като в своето проучване на репо пазара от 2019 г. тя оценява общия размер на пазара на 8,310 милиарда евро²⁰. Проучванията на европейския репо пазар, направени от ISMA през 2018 г. и 2019 г., потвърждават, че европейският репо пазар като цяло се счита за добре функциониращ, като по този начин потенциално представлява канал за преобразуване на обезпечения; репо пазарите обаче са по-ниско ликвидни в края на тримесечията и в края на годината, тъй като банките са склонни да закриват своите репо позиции с приближаването на сроковете за отчитане. Интервалът на такива периодични свивания през последните години намалява и се очаква да

²⁰ На базата на стойността на неприключените репо и обратни репо сделки в портфейлите на 58 финансови институции, участващи в проучването.

намалее още повече в бъдеще благодарение и на прилагането в ЕС на скорошните препоръки на BCBS, насочени към преодоляване на волатилността в края на тримесечията и в края на годината.

ICMA също така е изготвила и анализ²¹ на най-скорошните тенденции на пазара, възникнали по време на извънредното положение във връзка с COVID-19. Според това проучване европейският репо пазар в по-голямата си част се е справил добре по време на пандемията от COVID-19, започнала от края на февруари/началото на март 2020 г. Дейността на репо пазара е нараснала през първите две седмици на март поради нарасналите искания за преобразуване на обезпечения за посрещане на искания за допълнително обезпечение и поради преливането от по-рискови към краткосрочни активи. Клиентите обаче съобщават, че банките трудно са успявали да отговорят на нарастващото търсене на репо споразумения и някои от тях са започнали да обслужват само първокласните си клиенти. Според проучването „Макар търсенето на достъп до репо пазара да се е увеличило по време на пика на кризата, капацитетът на банките да посредничат при този достъп не се е увеличил. Купувачи по репо споразумения съобщават за нараснала зависимост от репо пазара, тъй като изтичането на средства от фондовете е засилило нуждата от получаване на пари срещу активи, както и от посрещане на искания за допълнително обезпечаване на дериватни позиции при увеличение на волатилността. Изглежда обаче банките са се затруднили с това да не изостават от търсенето на клиентите. Много от тях съобщават, че са ограничили дейността до първокласните си клиенти и че не са имали капацитет за нови сделки. Банките освен това съобщават, че предвид нарасналата волатилност обвързващо ограничение за бизнеса по-скоро са били лимитите за рисково претеглени активи, а не коефициентът на ливъридж, особено за еднопосочните потоци от дейността (например нетно заемане на парични средства).“

Според получената информация интервенциите на централните банки са облекчили тези напрежения посредством освобождаване на кредитните линии на банките и обръщане към разпродаването на рискови активи.

Развитието на пазара по време на извънредното положение във връзка с COVID-19 е обсъдено също и в контекста на групата на заинтересовани страни към Комисията. ЦК съобщават за непрекъснато безпрепятствено функциониране на репо пазарите, преминаващи през клиринг, по време на извънредното положение с големи обеми на дейност. Според техните твърдения достъпът на фирми купувачи, участващи в репо пазара, преминаващ през клиринг, не е бил ограничен. Подчертава се и общата устойчивост на пазарната инфраструктура, включително по отношение на моделите на обезпеченията, което допринася за предсказуемостта на отправените към участниците искания за предоставяне на обезпечение. Пенсионните планове съобщават за проблеми, породени от значителната пазарна волатилност, като са получени искания за допълнително обезпечение в голям размер от страна на контрагенти по двустранни договори и

²¹ ICMA, „The European repo market and the Covid-19 crisis“, април 2020 г.

от клирингови членове към техни клиенти. Те докладват, че едва са успели да се справят със създалата се ситуация, но при по-лошо функциониране на пазарите са щели да бъдат изправени пред много сериозни трудности. Те също така потвърждават, че банките не са били склонни да участват в посредничество при репо сделки и че са срещнали трудности при получаването на достъп до балансите на банките на клиринговите членове, за да получат достъп до репо пазарите. Вследствие на това според пенсионните планове на репо пазара не може да се разчита във всякакви пазарни условия; пенсионните планове често са силно зависими от банките за достъп до него, а в кризисни периоди банките имат ограничени репо линии за своите клиенти.

Предвид трудностите с репо пазарите в кризисни периоди пазарните участници често са поставяли проблема за нуждата от ликвидна подкрепа от страна на централните банки в кризисни периоди. Според пазарните участници тази подкрепяща роля на централните банки може да се организира под формата на осигуряване на ликвидност от страна на централните банки за поднадзорни лица, които от своя страна да я предоставят на пенсионните планове: такива лица могат да бъдат банките или ЦК. След получаването на ликвидност от банките или от ЦК пенсионните планове биха били в състояние да изпълнят с парични средства исканията за вариационен маржин.

Следва да се отбележи, че предвид изключителната компетентност на централните банки при създаването на улеснения от централните банки и при тълкуването на предвидената им употреба, всеки вариант, основан на ликвидна подкрепа от централна банка, ще трябва да бъде одобрен и подкрепен от централните банки.

ЕЦБ е представила своята гледна точка по въпроса. Що се отнася до банките, те, разбира се, са контрагенти в паричната политика и са оправомощени да предоставят услуги за преобразуване на обезпечения в рамките на приложимите банкови регулации. Поради това те са в състояние да посредничат на репо пазара, включително посредством използване от тяхна страна на улесненията от централните банки.

Според ЕЦБ обаче ролята на подкрепата от централна банка не е толкова еднозначна и дори може да е неосъществима за ЦК даже когато последните имат банков лиценз: извършването на услуги за преобразуване на обезпечения от страна на ЦК изглежда извън тяхната основна дейност и следователно може да породи загриженост във връзка с последиците за риска. Освен това според ЕЦБ, ако ЦК поемат преобразуването на обезпечения въз основа на свой допълнителен банков лиценз (ако им бъде позволено), предоставените им в момента освобождавания от някои пруденциални банкови изисквания, поради това че ЦК не осъществяват типична банкова дейност и имат различен стопански модел, вече не изглеждат основателни. Затова е необходим допълнителен анализ, който да установи правната природа, въздействието върху управлението на рисковете на ЦК и спазването на регулаторните разпоредби в случай на всякакви подобни

договорености. Първите реакции на някои ЦК също показват известен скептицизъм.

По отношение на необходимостта от евентуална „специализирана“ мярка за подкрепа от централните банки за пенсионните фондове (при което пенсионните фондове стават контрагенти на централните банки и получават ликвидност пряко от тях) ЕЦБ допринесе в разискванията на групата на заинтересованите страни към Комисията гледната точка на Евросистемата, т.е. съсредоточаване върху нуждите от финансиране в евро на образувания със седалище в еврозоната. Количествената оценка на Евросистемата изчислява ликвидните нужди на пенсионните планове в еврозоната за посрещане на искания за вариационен маржин в кризисен сценарий, основан на промяна на ставките с 1 % (вж. също по-горе). Според данните, с които разполага Евросистемата, в рамките на еврозоната нидерландските пенсионни планове в най-голяма степен се занимават с деривати, като 89 % от всички лихвени суапове на пенсионни фондове са сключени от тях. Анализът на Евросистемата установява, че действителните ликвидни нужди на пенсионните планове в еврозоната в такива условия биха били управляеми (т.е. под 2 %) в сравнение с общия размер на европейския репо пазар (измерен като непогасената сума по обратни репо сделки), което предполага, че репо пазарът сам по себе си може да предложи решения за нуждите на пенсионните планове в еврозоната. Въз основа на констатациите е направено заключението, че рамката на паричната политика на еврозоната, включително рамката на контрагентите, е подходяща за целите на осъществяването на паричната политика и не налага промени за създаване на специализирана мярка за ликвидна подкрепа от Евросистемата за пенсионните планове²².

4. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проблемът, свързан с централния клиринг за пенсионни планове, има дълга история, като при последните преговори относно EMIR е установено, че законодателите желаят да насърчат в най-голяма възможна степен решение, което позволява на националните участници достъп до системата за централен клиринг, разработена съобразно реформите на Г-20 от 2009 г., като същевременно отчитат нуждата от наличие на подходящи решения, които дават отговор на опасенията в случай на неблагоприятна пазарна ситуация.

От проведените продължителни обсъждания в рамките на групата на заинтересовани страни към Комисията става ясно, че пенсионните планове вече са започнали доброволно използването на клиринг за някои деривати, като може да се заключи, че проблемът с искането на паричен вариационен маржин при неблагоприятни пазарни условия остава основен неразрешен проблем.

²²

Такава мярка за ликвидна подкрепа от Евросистемата би била различна от извънредното ликвидно улеснение (ELA), което е в правомощията на националните централни банки.

Комисията непрекъснато следи развитието на пазара и създава условия за обмен на мнения и за обсъждане сред съответните заинтересовани страни с оглед намиране на възможности за напредък. През годините са полагани усилия от заинтересованите страни в сектора. По-специално, след елиминирането на възможността за внасяне на вариационен маржин в облигации директно при ЦК поради проблеми със съвместимостта ѝ с естеството и стопанския модел на ЦК, бяха проучени други направления, които да дадат по-добри възможности на пенсионните планове да преобразуват обезпечения.

Както се посочва в настоящия доклад, в последните години са разработени модели за улеснен достъп с оглед проучване на потенциално ефективни методи за централен клиринг на пенсионни планове. Доколкото е известно на Комисията, тази възможност вече се използва от няколко пенсионни плана. Комисията възнамерява да проучи допълнително тази възможност съвместно със съответните заинтересовани страни, включително и какво би струвала тя на пенсионните планове. Фактът, че повече от един ЦК възприема такъв модел, изглежда е положителна тенденция също и по отношение на предлагането на по-голям избор.

За намирането на подходящо решение най-вероятно ще са необходими усилия на редица фронтове. От една страна, някои аспекти на банковото регулиране следва да бъдат допълнително оценени, включително дали скорошните промени в изчисляването на коефициента на ливъридж са били полезни. От друга страна, следва да се обмисли кои методи за осигуряване на ликвидни улеснения за пенсионните планове в период на криза могат да бъдат проучени.

Резултатите от обществената консултация, започната от ЕОЦКП, следва да дадат по-задълбочена представа за скорошните пазарни тенденции и евентуално допълнителни количествени данни, които ще бъдат внимателно проучени. Комисията също така се е ангажирала да проучи всички подходящи и осъществими инициативи с цел отбелязване на напредък за намиране на ефективно и стабилно решение за централен клиринг.

Тези анализи в следващите месеци ще бъдат основа за решението на Комисията относно освобождаването от централен клиринг.