KOMISJA
EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 6.5.2021 r.
COM(2021) 224 final

SPRAWOZDANIE KOMISJI DLA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY

na podstawie art. 85 ust. 2 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji, zmienionego rozporządzeniem (UE) 2019/834, oceniające, czy opracowano wykonalne rozwiązania techniczne służące przenoszeniu przez systemy programów emerytalnych zabezpieczeń gotówkowych i niegotówkowych jako zmiennych depozytów zabezpieczających, jak również czy konieczne są środki ułatwiające te wykonalne rozwiązania techniczne

SPRAWOZDANIE KOMISJI DLA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY

na podstawie art. 85 ust. 2 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji, zmienionego rozporządzeniem (UE) 2019/834, oceniające, czy opracowano wykonalne rozwiązania techniczne służące przenoszeniu przez systemy programów emerytalnych zabezpieczeń gotówkowych i niegotówkowych jako zmiennych depozytów zabezpieczających, jak również czy konieczne są środki ułatwiające te wykonalne rozwiązania techniczne

1. WPROWADZENIE

W rozporządzeniu (UE) nr 648/2012 (rozporządzenie w sprawie infrastruktury rynku europejskiego, EMIR) przyznano czasowe zwolnienie z obowiązku rozliczania centralnego podmiotom prowadzącym działalność w zakresie systemu programów emerytalnych w odniesieniu do niektórych rodzajów instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym[1]. Tymczasowe zwolnienie ma na celu uwzględnienie szczególnych cech modelu biznesowego takich podmiotów oraz wpływu, jaki obowiązkowe rozliczanie może mieć na emerytury: podmioty prowadzące działalność w zakresie systemu programów emerytalnych zwykle minimalizują swoje alokacje gotówkowe, aby zmaksymalizować zyski dla ubezpieczonych. Dlatego istnieje ryzyko, że nałożenie na systemy programów emerytalnych wymogu centralnego rozliczania kontraktów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym doprowadziłoby do zamiany znacznej części ich aktywów na gotówkę, tak aby były one w stanie spełnić wymogi kontrahentów centralnych (CCP) dotyczące depozytów zabezpieczających, co mogłoby mieć negatywny wpływ na dochody emerytalne emerytów. Tymczasowe zwolnienie ma na celu zapewnienie systemom programów emerytalnych, CCP oraz uczestnikom rozliczającym czasu potrzebnego na znalezienie wykonalnego rozwiązania technicznego, które pozwoliłoby na centralne rozliczanie systemów programów emerytalnych przez CCP przy jednoczesnym uniknięciu istotnych negatywnych skutków dla dochodów emerytów.

[1] Zgodnie z EMIR systemy programów emerytalnych obejmują instytucje pracowniczych programów emerytalnych zdefiniowane w art. 6 lit. a) dyrektywy 2003/41/WE, działalność instytucji w zakresie pracowniczych programów emerytalnych na podstawie art. 3 tej dyrektywy, działalność zakładów ubezpieczeń w zakresie pracowniczych programów emerytalnych objętą dyrektywą 2002/83/WE (w określonych okolicznościach), a także inne uprawnione i nadzorowane podmioty lub systemy działające na szczeblu krajowym, których podstawowym celem jest zapewnienie świadczeń emerytalnych. Zwolnienie ma zastosowanie do instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, co do których można obiektywnie stwierdzić za pomocą pomiarów, że redukują ryzyka inwestycji bezpośrednio związane z wypłacalnością finansową systemów programów emerytalnych. Ma ono również zastosowanie do podmiotów utworzonych w celu realizacji świadczeń wyrównawczych na rzecz uczestników takich systemów w przypadku niewykonania zobowiązania, jak również do systemów programów emerytalnych, które napotykają trudności w spełnieniu wymogów dotyczących zmiennego depozytu zabezpieczającego (art. 89 EMIR).

EMIR znowelizowanym w ramach programu REFIT, które weszło w życie w czerwcu 2019 r., przedłużono zwolnienie do czerwca 2021 r., z możliwością dalszego dwukrotnego przedłużenia w drodze aktów delegowanych Komisji, za każdym razem maksymalnie o jeden rok. Ostatecznym celem rozporządzenia pozostaje jednak jak najszybsze rozliczanie centralne w przypadku systemów programów emerytalnych. CCP, uczestnicy rozliczający i systemy programów emerytalnych muszą dołożyć wszelkich starań, aby przyczynić się do opracowania wykonalnych rozwiązań.

Zgodnie z wymogami określonymi w EMIR znowelizowanym w ramach programu REFIT Komisja Europejska powołała grupę ekspertów, obejmującą przedstawicieli CCP, uczestników rozliczających, systemów programów emerytalnych i innych odpowiednich stron, w celu monitorowania ich wysiłków i oceny postępów w poszukiwaniu wykonalnych rozwiązań technicznych. Grupa ekspertów, w skład której wchodzą również przedstawiciele banków centralnych, Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) oraz Europejskiego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (EIOPA), spotkała się na posiedzeniach w październiku 2019 r. oraz w kwietniu i listopadzie 2020 r.

W art. 85 EMIR znowelizowanego w ramach programu REFIT wymaga się, aby Komisja sporządzała roczne sprawozdania do czasu ostatecznego przedłużenia zwolnienia, oceniające, czy opracowano wykonalne rozwiązania techniczne służące przenoszeniu przez systemy programów emerytalnych zabezpieczeń gotówkowych i niegotówkowych jako zmiennych depozytów zabezpieczających, jak również czy konieczne są środki ułatwiające te wykonalne rozwiązania techniczne. Rozporządzenie stanowi również, że ESMA, we współpracy z Europejskim Urzędem Nadzoru Bankowego (EUNB), EIOPA i ERRS, przedstawia Komisji roczne sprawozdania oceniające tę kwestię.

ESMA przekazał Komisji pierwsze sprawozdanie w kwietniu 2020 r. Pierwsze sprawozdanie Komisji[2], wydane we wrześniu 2020 r., obejmowało kompleksową analizę kwestii związanych z rozliczaniem centralnym przez systemy programów emerytalnych.

W okresie od kwietnia do czerwca 2020 r. ESMA przeprowadził konsultacje publiczne w celu zgromadzenia szerokiej gamy opinii i danych na ten temat. Wyniki konsultacji publicznych uwzględniono w drugim sprawozdaniu ESMA dla Komisji z grudnia 2020 r., które przygotowano we współpracy z EUNB, EIOPA i ERRS.

Niniejsze sprawozdanie jest drugim sprawozdaniem Komisji na podstawie art. 85 EMIR znowelizowanego w ramach programu REFIT. Przedstawiono w nim poczynione postępy na podstawie dyskusji prowadzonych na forum grupy ekspertów

[2] Sprawozdanie Komisji oceniające, czy opracowano wykonalne rozwiązania techniczne służące przenoszeniu przez systemy programów emerytalnych zabezpieczeń gotówkowych i niegotówkowych jako zmiennych depozytów zabezpieczających, jak również czy konieczne są środki ułatwiające te wykonalne rozwiązania techniczne, COM(2020) 574 final.

Komisji oraz informacji przekazanych przez europejskie urzędy nadzoru oraz ERRS za pośrednictwem ich sprawozdań przedstawianych Komisji Europejskiej.

2. KONTEKST

Sytuacja w UE pod względem systemów programów emerytalnych jest zróżnicowana. Największe rynki systemów programów emerytalnych w UE znajdują się w Niderlandach, gdzie średni stosunek aktywów do PKB wynosi 173,3 %, oraz w Danii, gdzie według danych na koniec 2018 r. wskaźnik ten wyniósł 198,6 %[3]. Irlandia również posiada podobne programy. Według danych przekazanych przez ESMA[4] na koniec marca 2020 r. na niderlandzkie systemy programów emerytalnych przypadało 70–80 % wartości nominalnej instrumentów pochodnych we wszystkich funduszach emerytalnych w UE. Systemy programów emerytalnych w dużym stopniu wykorzystują instrumenty pochodne do zabezpieczania swoich zobowiązań przed szeregiem rodzajów ryzyka.

W pierwszym sprawozdaniu Komisji podsumowano sytuację dotyczącą rozliczania centralnego w przypadku systemów programów emerytalnych. Wskazano w nim, że – jak wynika z dyskusji w ramach grupy ekspertów Komisji – konieczność wnoszenia zmiennego depozytu zabezpieczającego w formie środków pieniężnych może być problematyczna dla systemów programów emerytalnych, zwłaszcza w skrajnych warunkach rynkowych, gdy wezwania CCP do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego mogą opiewać na znaczne kwoty. Niektóre fundusze emerytalne zaczęły ostatnio rozliczać centralnie część swojego portfela instrumentów pochodnych na zasadzie dobrowolności, najczęściej jako klienci uczestników rozliczających. Niektóre z nich zaczęły też korzystać z rozwiązań opracowanych przez niektórych CCP[5] w celu ułatwienia systemom programów emerytalnych rozliczania centralnego, mianowicie z tzw. modeli „ułatwionego" dostępu do ich platform rozliczanych transakcji *repo*. Takie modele powinny zwiększyć zdolność systemów programów emerytalnych do wykorzystywania rynku transakcji *repo* w celu zaspokajania swoich potrzeb w zakresie płynności[6]. Z czasem coraz więcej podmiotów przechodzi na rozliczanie centralne ze względu na wymogi mające zastosowanie do transakcji

[3] ESMA, „First Report for consultation – Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements" [„Pierwsze sprawozdanie do celów konsultacji – rozwiązania w zakresie rozliczania centralnego dla systemów programów emerytalnych"], kwiecień 2020 r.

[4] ESMA, „Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)" [„Sprawozdanie dla Komisji Europejskiej – rozwiązania w zakresie rozliczania centralnego dla systemów programów emerytalnych (nr 2)"], grudzień 2020 r.

[5] W UE taki model wprowadził Eurex Clearing, w miarę możliwości w połączeniu z „ułatwionym dostępem" do rozliczanego rynku pozagiełdowego. Z tego co wiadomo Komisji, również LCH SA jest w trakcie opracowywania rozwiązania w zakresie „ułatwionego dostępu". Zob. COM(2020) 574 final.

[6] Umowa z udzielonym przyrzeczeniem odkupu („repo") to umowa sprzedaży papierów wartościowych po określonej cenie połączona z umową odkupu tych papierów wartościowych po uzgodnionej cenie w późniejszym terminie. Rynek transakcji repo skupia firmy, które oferują zabezpieczenie w zamian za gotówkę, oraz firmy, które oferują gotówkę w zamian za zabezpieczenie.

dwustronnych, które zgodnie z oczekiwaniami powinny zwiększyć płynność dostępną w przypadku rozliczania centralnego w porównaniu z wariantem dwustronnym[7].

W sprawozdaniu podkreślono również trudności, jakie systemy programów emerytalnych mogą napotkać w uzyskaniu dostępu do rynku transakcji *repo* w celu uzyskania płynności w warunkach skrajnych, co może być również związane z faktem, że uczestnicy rozliczający nie zawsze chcą lub są w stanie świadczyć usługi w zakresie transakcji wymiany zabezpieczeń na rzecz systemów programów emerytalnych w skrajnych warunkach rynkowych.

3. GŁÓWNE WYNIKI KONSULTACJI PUBLICZNYCH PRZEPROWADZONYCH PRZEZ ESMA ORAZ DALSZYCH ROZMÓW Z ZAINTERESOWANYMI STRONAMI

3.1 Wyniki konsultacji publicznych przeprowadzonych przez ESMA

Wyniki konsultacji publicznych przeprowadzonych przez ESMA zasadniczo potwierdziły ogólną analizę zawartą w pierwszym sprawozdaniu Komisji i zapewniły dodatkową możliwość uzupełnienia ustaleń dalszymi danymi ilościowymi. ESMA otrzymał odpowiedzi[8] od szerokiego grona zainteresowanych stron, między innymi od podmiotów zarządzających aktywami (których klientami są systemy programów emerytalnych), stowarzyszeń branżowych i kontrahentów centralnych. Grono zainteresowanych stron, które udzieliły odpowiedzi w ramach konsultacji, było zróżnicowane, co umożliwiło zebranie szerokiej gamy opinii na temat różnych aspektów możliwych rozwiązań. Zgodnie z analizą przeprowadzoną przez ESMA odpowiedzi uzyskane w ramach konsultacji potwierdzają, że znaczna większość zainteresowanych stron oczekuje sytuacji, w której systemy programów emerytalnych będą mogły dokonywać rozliczania centralnego, oraz że większość systemów programów emerytalnych chce dokonywać rozliczania w ten sposób.

W wyniku konsultacji potwierdzono, że niektóre systemy programów emerytalnych już teraz dobrowolnie rozliczają część swojego portfela, m.in. po to, aby uniknąć podlegania przepisom dotyczącym początkowych depozytów zabezpieczających w transakcjach dwustronnych. Systemy te dokonują tego jako klienci uczestników rozliczających. W niektórych przypadkach systemy programów emerytalnych korzystają również z ułatwionego dostępu do rynków rozliczanych transakcji *repo* oferowanych przez niektórych kontrahentów centralnych. Zgodnie z danymi przekazanymi ESMA przez niderlandzki bank centralny[9] kursy rozliczeniowe dla transakcji zamiany stóp procentowych Euribor i Libor (IRS) w odniesieniu do niderlandzkich funduszy emerytalnych w trzecim kwartale 2020 r. wynosiły średnio

[7] ESMA, „Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)" [„Sprawozdanie dla Komisji Europejskiej – rozwiązania w zakresie rozliczania centralnego dla systemów programów emerytalnych (nr 2)"], grudzień 2020 r.

[8] ESMA otrzymał 19 indywidualnych odpowiedzi lub odpowiedzi stowarzyszeń branżowych, w tym dwie poufne, oraz jedną wspólną odpowiedź od dziesięciu zainteresowanych stron z sektora funduszy emerytalnych.

[9] Na podstawie danych przekazywanych w sprawozdaniach wymaganych zgodnie z EMIR.

22 % w przypadku dużych funduszy emerytalnych (w przedziale od 3 do 26 %), średnio 25 % w przypadku średnich funduszy emerytalnych (w przedziale od 0 do 46 %) i średnio 37 % w przypadku małych funduszy emerytalnych (w przedziale od 0 do 100 %). Dane te wskazują na duże zróżnicowanie pomiędzy przedsiębiorstwami. W Danii, zgodnie z analizą przeprowadzoną przez Danmarks Nationalbank (duński bank centralny), duńskie systemy programów emerytalnych rozliczają u kontrahenta centralnego około 42 % swoich instrumentów pochodnych na stopę procentową, przy czym między poszczególnymi przedsiębiorstwami również występują znaczne różnice.

Systemy programów emerytalnych widzą korzyści w rozliczaniu centralnym, niezależnie od zbliżającego się obowiązku jego dokonywania. Według ESMA jako główną zaletę podają płynność, która charakteryzuje produkty rozliczane, efektywność realizacji oraz inne kwestie związane z kosztami. Niektórzy respondenci biorący udział w konsultacjach publicznych wskazali, że już teraz systemy programów emerytalnych odczuwają różnicę w kosztach między umowami dwustronnymi a umowami rozliczanymi centralnie. Stwierdzili oni, że realizacja dwustronnej 30-letniej transakcji IRS o kwocie nominalnej 50 mln może wiązać się z nieznacznie wyższym kosztem niż realizacja 30-letniej transakcji IRS rozliczanej centralnie oraz że zamknięcie tej pierwszej transakcji może być droższe.

W konsultacjach potwierdzono również, że głównym wyzwaniem związanym z rozliczaniem centralnym w przypadku systemów programów emerytalnych jest kwestia zmiennego depozytu zabezpieczającego w formie środków pieniężnych. Inne wspomniane w konsultacjach wyzwania obejmują koszty rozliczania, które byłyby powiązane z wysokością kapitału, jaki banki są zobowiązane utrzymywać w odniesieniu do pozycji klientów zgodnie z wymogami kapitałowymi dla banków, możliwość rozwiązywania przez uczestników rozliczających umów ze swoimi klientami z krótkim okresem wypowiedzenia[10] oraz problemy, jakie mogą napotkać systemy programów emerytalnych, jeśli ich duże pozycje będą musiały zostać przeniesione do innego uczestnika rozliczającego. Należy jednak zauważyć, że w przypadku rozliczeń dwustronnych systemy programów emerytalnych również mogą być narażone na niewykonanie zobowiązania przez ich kontrahentów.

Ogólnie rzecz biorąc, uczestnicy konsultacji zgadzają się, że rozwiązanie kwestii rozliczania centralnego w przypadku systemów programów emerytalnych powinno zapewniać właściwą równowagę między celami w zakresie odporności systemu finansowego i nienakładania nieproporcjonalnych kosztów na emerytów, a także powinno być wykonalne zarówno w normalnych, jak i skrajnych warunkach rynkowych.

3.2 Potencjalne skutki przejścia na obowiązkowe rozliczanie centralne

[10] Umowy o rozliczanie klientów często zawierają klauzulę dotyczącą 90-dniowego okresu wypowiedzenia.

Informacje ilościowe zebrane przez ESMA w ramach konsultacji publicznych zapewniają przegląd potencjalnych skutków rozliczania centralnego w przypadku systemów programów emerytalnych, jeżeli chodzi o: (i) początkowy depozyt zabezpieczający; (ii) alokację środków pieniężnych; (iii) obciążenie stóp zwrotu; oraz (iv) wpływ na płynność finansową w przypadku warunków skrajnych.

i) Wpływ na początkowy depozyt zabezpieczający

Zgodnie z badaniem przeprowadzonym w 2018 r. przez ISDA i PensionsEurope obowiązek rozliczania obejmujący niderlandzkie i duńskie fundusze emerytalne zwiększyłby rozliczany początkowy depozyt zabezpieczający o około 7,4 mld EUR, gdyby rozliczane musiały być tylko nowe transakcje, o 26 mld EUR, gdyby miało być rozliczane 50 % dotychczasowych transakcji, oraz o 44 mld EUR, gdyby wszystkie dotychczasowe transakcje miały być rozliczane[11].

Ponadto duże systemy programów emerytalnych mogą być oceniane przez kontrahentów centralnych jako podmioty wnoszące duże ryzyko, ponieważ często posiadają one pozycje jednokierunkowych transakcji swap. Jeden z nich zgłosił ESMA, że jego dodatkowe narzuty na płynność w odniesieniu do początkowego depozytu zabezpieczającego mogłyby być tak znaczące, że mógłby rozważyć ustanowienie pułapu liczby transakcji swap, które byłby w stanie rozliczać[12].

ii) Wpływ na alokację środków pieniężnych

Wygaśnięcie zwolnienia z obowiązku rozliczania centralnego mogłoby zobligować systemy programów emerytalnych do odkładania środków pieniężnych, aby umożliwić im obsługę potencjalnych wezwań do uzupełnienia depozytów zabezpieczających. W przypadku ekspozycji na instrumenty pochodne zmniejsza to ryzyko kredytowe kontrahenta, ale jednocześnie zwiększa ryzyko płynności. W obecnym środowisku niskich stóp zwrotu portfele środków pieniężnych i innych płynnych aktywów stają się coraz bardziej kosztowne. W przypadku funduszy inwestycyjnych stanowiło to dla nich zachętę do zmniejszenia udziału takich portfeli[13]. W konsultacjach publicznych wskazano, że podczas gdy niektóre fundusze emerytalne utrzymują około 2 % aktywów w środkach pieniężnych, inne nie posiadają żadnej strategicznej alokacji w środkach pieniężnych. Ze sprawozdania ESMA – opartego na odpowiedziach udzielonych w ramach konsultacji publicznych – wynika, że jeżeli system programów emerytalnych chciałby odpowiedzieć na 99,8 % wezwań do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego, i zakładając, że 30 % jego alokacji środków pieniężnych jest dostępne w perspektywie jednego dnia, system musiałby dokonać alokacji 7,8 % swoich aktywów do portfela środków pieniężnych. Odsetek ten wzrośnie do 10,9 %, jeżeli system programów emerytalnych będzie chciał odpowiedzieć na 99,95 %

[11] PensionsEurope i ISDA, „Potential demand for clearing by EU Pension Funds" [„Potencjalne zapotrzebowanie funduszy emerytalnych w UE na usługi rozliczania"], 2018.

[12] ESMA, „Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)" [„Sprawozdanie dla Komisji Europejskiej – rozwiązania w zakresie rozliczania centralnego dla systemów programów emerytalnych (nr 2)"], grudzień 2020 r.

[13] EBC, „Financial Stability Review" [„Przegląd stabilności finansowej"], maj 2020 r.

wezwań do uzupełnienia zmiennych depozytów zabezpieczających, a spadnie do 5,3 %, jeżeli będzie chciał odpowiedzieć na 99 % wezwań.

iii) Potencjalny spadek stóp zwrotu

Dodatkowa alokacja środków pieniężnych przez systemy programów emerytalnych w celu uzupełnienia depozytów zabezpieczających w odpowiedzi na potencjalne wezwania oznaczałaby zmniejszenie rocznych stóp zwrotu. W sprawozdaniu ESMA sugeruje się, że w przypadku, gdy system programów emerytalnych musiałby przeznaczyć 5–10 % swojego portfela inwestycyjnego na środki pieniężne, wynikające z tego zmniejszenie rocznych zwrotów mogłoby wynieść około 0,17 % – 0,33 % rocznie w obecnym środowisku niskich stóp procentowych (przy stopie zwrotu na poziomie około 3,17 %)[14]. Jeżeli zamiast tego weźmie się pod uwagę historyczne stopy zwrotu (około 6 % w niderlandzkim sektorze programów emerytalnych w ciągu ostatnich 15 lat, zgodnie z danymi OECD), spadek mieściłby się w przedziale 0,3–0,6 %.

Inne podmioty zarządzające aktywami, które udzieliły odpowiedzi w ramach konsultacji, poinformowały, że systemy programów emerytalnych będące ich klientami posiadają już znaczny bufor środków pieniężnych, w związku z czym koszty finansowania tymczasowo wysokiego zapotrzebowania na płynność byłyby dla nich bardzo niskie.

W tym zakresie należy również pamiętać, że fundusze emerytalne prawdopodobnie będą musiały stawić czoła przedłużającemu się okresowi niskich zwrotów z inwestycji i mogą mieć trudności z wyrównaniem historycznych stóp zwrotu. Nawet jeśli środki z zakresu polityki pieniężnej zastosowane ostatnio przez banki centralne odwróciły znaczące spadki cen aktywów, fundusze emerytalne prawdopodobnie będą musiały stawić czoła niższym stopom procentowym w perspektywie średnio- i długoterminowej. Dorównanie historycznym stopom zwrotu w potencjalnie niestabilnym środowisku niskich stóp procentowych będzie stanowiło wyzwanie. W takim scenariuszu nawet umiarkowane obciążenie stóp zwrotu może niekorzystnie wpłynąć na wysokość świadczeń dla emerytów. Na przykład z analizy EBC[15] wynika, że w przypadku ubezpieczycieli, jeśli obecny poziom stóp procentowych się utrzyma, średni dochód z kuponu spadnie z 2,8 % w 2019 r. do 1,7 % w 2030 r., wraz z zapadaniem papierów wartościowych przynoszących wyższe stopy zwrotu. Szacuje się, że stopy gwarantowane również spadną.

iv) Wpływ na płynność finansową w przypadku warunków skrajnych.

Potrzeby systemów programów emerytalnych w zakresie płynności w celu uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego w scenariuszu warunków skrajnych opartym na zmianie stóp o 1 % omówiono w pierwszym sprawozdaniu Komisji[16], w którym

[14] Na podstawie odpowiedzi udzielonych w ramach konsultacji przeprowadzonych przez ESMA.
[15] EBC, „Financial Stability Review" [„Przegląd stabilności finansowej"], maj 2020 r.
[16] COM(2020) 574 final z dnia 23 września 2020 r.

przedstawiono dane z badania Economic and Bourse Consult z 2014 r. oraz najnowsze analizy Eurosystemu dotyczące tej kwestii[17]. Wzrost stóp procentowych spowodowałby wezwania kontrahentów centralnych do uzupełnienia zmiennych depozytów zabezpieczających w portfelach swapów stóp procentowych posiadanych przez fundusze emerytalne. Na przykładzie niderlandzkich funduszy emerytalnych (według danych Eurosystemu posiadają one około 89 % transakcji IRS funduszy emerytalnych w strefie euro) Eurosystem przeprowadził symulację wpływu jednodniowego równoległego przesunięcia krzywej rentowności o +100 punktów bazowych. W ramach symulowanego scenariusza warunków skrajnych wezwania do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego w odniesieniu do swapów stóp procentowych posiadanych przez niderlandzkie fundusze emerytalne mogą wynieść od 36 mld EUR do 47 mld EUR, co spowoduje łączny niedobór środków pieniężnych w wysokości od 6 mld EUR do 15 mld EUR (w przypadku funduszy emerytalnych w całej strefie euro może to być kwota do 17 mld EUR). Przy górnym pułapie wartości szacunkowej 55 % niderlandzkich funduszy emerytalnych nie dysponowałoby wystarczającymi środkami pieniężnymi na zaspokojenie wezwań do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego. Niedobór ten koncentrowałby się w niewielkiej liczbie funduszy o stosunkowo niskich płatnościach zmiennego depozytu zabezpieczającego.

Z odpowiedzi udzielonych w tym zakresie w ramach konsultacji publicznych ESMA wynika, że przy scenariuszu zmiany stóp o 100 punktów bazowych wymóg dotyczący zmiennego depozytu zabezpieczającego w formie środków pieniężnych wyniósłby ok. 95 mld EUR w przypadku niderlandzkich, duńskich i irlandzkich systemów programów emerytalnych wykorzystujących swapy.

Podczas ostatnich zawirowań na rynku spowodowanych przez pandemię COVID-19 dzienne wezwania do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego w odniesieniu do ekspozycji funduszy na instrumenty pochodne wzrosły pięciokrotnie[18]. Na przykładzie funduszy inwestycyjnych i w oparciu o częściowe zgłoszenia zmiennego depozytu zabezpieczającego w danych przekazywanych zgodnie z EMIR dzienne wezwania do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego w funduszach ze strefy euro wzrosły z około 2 mld EUR w pierwszej połowie lutego 2020 r. do ponad 10 mld EUR w tygodniu rozpoczynającym się w dniu 16 marca 2020 r. Największy wzrost – około 6,5-krotny – odnotowano w przypadku portfeli składających się z instrumentów pochodnych na akcje, a następnie instrumentów pochodnych na stopę procentową (wzrost pięciokrotny) – czyli tych, które systemy programów emerytalnych posiadają najczęściej – oraz portfeli walutowych (wzrost czterokrotny). Istnieją dowody na to, że aby uzupełnić depozyty zabezpieczające w odpowiedzi na wezwanie, niektórzy ubezpieczyciele i fundusze emerytalne ze strefy euro upłynnili posiadane jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego.

[17] EBC, „Financial Stability Review” [„Przegląd stabilności finansowej”], maj 2020 r.
[18] EBC, „Financial Stability Review” [„Przegląd stabilności finansowej”], maj 2020 r.

Wydaje się, że znaczna liczba funduszy inwestycyjnych w strefie euro stanęła w obliczu ograniczeń płynności wynikających z wezwań do uzupełnienia depozytów zabezpieczających na wysoką kwotę, ale na ogół były one w stanie odpowiedzieć na te wezwania[19]. Obniżki stóp procentowych i programy skupu obligacji przez banki centralne przyczyniły się do uchronienia uczestników rynku, w tym funduszy emerytalnych, przed niektórymi z najgorszych potencjalnych skutków kryzysu. Ponadto wydaje się, że fundusze mogły pozyskiwać gotówkę w czasie tych ostatnich zawirowań poprzez zawieranie transakcji *repo*, sprzedaż aktywów (np. jednostek uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego) lub korzystanie z linii kredytowych. Jednakże, jak wykazano w pierwszym sprawozdaniu Komisji, odnotowano trudności w dostępie do płynności przez fundusze emerytalne.

W powyższej analizie, zakładając, że w ramach opracowanego scenariusza warunków skrajnych systemy programów emerytalnych mogą zaspokoić swoje dodatkowe potrzeby gotówkowe za pośrednictwem rynku transakcji *repo*, potrzeby systemów programów emerytalnych ze strefy euro w zakresie płynności pozostałyby niewielkie w porównaniu z kwotą pozostających do spłaty transakcji z tytułu umów z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu (wskaźnik zastępczy wielkości europejskiego rynku transakcji *repo*). Nierozliczone transakcje z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu w grudniu 2019 r. miały wartość ok. 1,9 bln EUR. Zakładając, że potrzeby pożyczkowe innych systemów programów emerytalnych ze strefy euro są podobne do potrzeb systemów niderlandzkich, potrzeby w zakresie pożyczek gotówkowych wszystkich systemów programów emerytalnych ze strefy euro prawdopodobnie pozostaną na poziomie poniżej 2 % łącznej wartości nierozliczonych transakcji z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu[20].

Według ESMA oraz zgodnie ze sprawozdaniem ICMA[21] znaczna część unijnego rynku transakcji *repo* wykazała się odpornością podczas zawirowań na rynku wywołanych pandemią COVID-19. Rynki transakcji *repo* stanęły jednak w obliczu pewnych niekorzystnych warunków w szczytowym okresie kryzysu w lutym i marcu, kiedy to popyt na transakcje *repo* wzrósł, a zdolność dealerów do pośredniczenia w zaspokojeniu tego popytu była stosunkowo ograniczona[22]. Mogło to ograniczyć zdolność wielu przedsiębiorstw w zakresie dostępu do rynku transakcji *repo*, który był potrzebny do zarządzania płynnością śródzienną i zabezpieczeniami. Według niektórych źródeł niepłynny rynek pieniężny utrudniał pośredniczenie w przekazywaniu płynności z banków do instytucji niebankowych[23]. Ogólnie rzecz

19 EBC, „Financial Stability Review" [„Przegląd stabilności finansowej"], maj 2020 r.

20 COM(2020) 574 final z dnia 23 września 2020 r.

21 ICMA (Międzynarodowe Stowarzyszenie Rynków Kapitałowych), „The European repo market and the Covid-19 crisis" [„Europejski rynek transakcji *repo* a kryzys związany z COVID-19"], kwiecień 2020 r.

22 ICMA, „The European repo market and the Covid-19 crisis" [„Europejski rynek transakcji *repo* a kryzys związany z COVID-19"], kwiecień 2020 r.

23 D'Avernas, A., Vandeweyer, Q. i Darracq Pariès, M. (2020), „Unconventional monetary policy and funding liquidity risk" [„Niekonwencjonalna polityka pieniężna i finansowanie ryzyka płynności"], seria dokumentów roboczych, nr 2350.

biorąc, zgodnie z informacjami przedstawionymi przez ESMA, rynki rozliczanych transakcji *repo* działały sprawnie i skutecznie przez cały okres kryzysu, zapewniając stały dostęp do instrumentów pochodnych, nawet jeśli nie obyło się bez gwałtownych wzrostów liczby wezwań do uzupełnienia depozytów zabezpieczających.

W przyszłości rynki transakcji *repo* będą prawdopodobnie nadal odgrywać istotną rolę, jeśli chodzi o sprostanie wyzwaniu związanemu z rozliczaniem centralnym; niemniej udział funduszy emerytalnych w rynkach transakcji *repo* w Europie pozostaje niewielki, zwłaszcza w porównaniu z USA[24].

3.3 Inicjatywy zaproponowane w trakcie konsultacji publicznych

Aby wspierać postępy w kierunku osiągnięcia rozliczania centralnego w przypadku systemów programów emerytalnych, respondenci biorący udział w konsultacjach publicznych zaproponowali pewne inicjatywy, które przedstawiono w sprawozdaniu ESMA. Inicjatywy te mają na celu przede wszystkim ulepszenie rozwiązań stosowanych obecnie przez systemy programów emerytalnych w celu rozliczania centralnego, tj. rozliczania klientów i modeli ułatwionego dostępu oferowanych przez kontrahentów centralnych. Są to dwie nowe osie, wokół których powinny koncentrować się kolejne etapy tych prac.

Jeśli chodzi o rozliczanie klientów, informacje zawarte w sprawozdaniu ESMA oraz dyskusje w grupie ekspertów Komisji wskazują, że zwiększenie zdolności uczestników rozliczających do świadczenia usług w zakresie transakcji wymiany zabezpieczeń na rzecz ich bezpośrednich klientów byłoby korzystne dla poprawy dostępu systemów programów emerytalnych do płynności w razie potrzeby. Banki są dobrze przygotowane do ułatwiania transformacji zabezpieczeń i robią to już od dłuższego czasu.

Jak wskazano w sprawozdaniu ESMA, banki zwróciły uwagę na pewne ograniczenia, które utrudniają im i systemom programów emerytalnych wspieranie obowiązku rozliczania dla systemów programów emerytalnych – odnoszą się one w szczególności do wskaźnika dźwigni, aktywów ważonych ryzykiem i finansowania. W szczególności, jak wynika ze sprawozdania ESMA opartego na konsultacjach publicznych, korzystniejsze traktowanie – pod względem wymogów kapitałowych – transakcji z udzielonym/otrzymanym przyrzeczeniem odkupu pomogłoby pobudzić działalność w zakresie transakcji *repo*.

Jeśli chodzi o modele ułatwionego dostępu oferowane przez kontrahentów centralnych, tryby takie są już stosowane przez niektóre duże systemy programów emerytalnych w celu uzyskania dostępu do rynku rozliczanych transakcji *repo*. Według kontrahentów centralnych uczestniczących w konsultacjach publicznych, aby takie rozwiązanie można było przyjąć na szerszą skalę, potrzebny byłby wyraźny sygnał ze strony

[24] Eurex, „Derivatives markets after the Covid-19 crisis - A review of the Digital Derivatives Forum" [„Rynki instrumentów pochodnych po kryzysie związanym z COVID-19 – Przegląd Forum Cyfrowych Instrumentów Pochodnych"], 2020.

organów regulacyjnych w postaci zmian w przepisach i jednoznacznie określonego terminu wygaśnięcia zwolnienia z obowiązku rozliczania w przypadku systemów programów emerytalnych. Niektóre podmioty zarządzające aktywami, których klientami są duże systemy programów emerytalnych, poinformowały, że tego rodzaju modele stanowią obiecującą ścieżkę, a niektórzy respondenci wskazali na niezawodność rynków rozliczanych transakcji *repo* w UE na przestrzeni lat pod względem dostępnej płynności, również w okresach warunków skrajnych. W takich rozwiązaniach oferowanych przez kontrahentów centralnych można wprowadzić pewne dalsze usprawnienia operacyjne, aby lepiej zaspokajać potrzeby systemów programów emerytalnych: jeżeli chodzi o kontrahentów centralnych, konsultacje wykazały, że możliwe są dalsze usprawnienia.

W związku z tym respondenci biorący udział w konsultacjach zaproponowali szereg środków regulacyjnych. W sprawozdaniu ESMA wymieniono w szczególności następujące propozycje zainteresowanych stron:

- korzystniejsze traktowanie transakcji z udzielonym/otrzymanym przyrzeczeniem odkupu w kontekście wskaźnika dźwigni;
- ponowne skalibrowanie metodyki obliczania wskaźnika dźwigni, aby uniknąć stosowania przez banki praktyki sztucznego poprawiania wyników w określonych terminach sprawozdawczych w ciągu roku[25];
- rozważenie ustanowienia specjalnej kategorii ekspozycji wobec funduszy emerytalnych, z obniżonymi wagami ryzyka (lepiej odzwierciedlającymi ich wysoką zdolność kredytową);
- szczególne uwzględnienie roli agentów rozliczeniowych (banków, które umożliwiają systemom programów emerytalnych dostęp do kontrahentów centralnych w kontekście modeli ułatwionego dostępu) w regulacjach dotyczących sektora bankowego;
- w ramach systemu Wypłacalność II rozważenie przyznania systemom programów emerytalnych i zakładom ubezpieczeń, które są bezpośrednimi członkami kontrahentów centralnych w kontekście modeli ułatwionego dostępu, takiego samego preferencyjnego traktowania, jakie jest dostępne dla uczestników rozliczających na mocy CRR;
- inne zmiany regulacyjne dotyczące UCITS i AFI, mające na celu zachęcenie do rozliczania centralnego po stronie kupna.

Ponadto ERRS przedstawiła propozycje dotyczące wzmocnienia ram dotyczących ryzyka płynności, w tym w odniesieniu do systemów programów emerytalnych, w tym poprzez ustanowienie w niektórych przypadkach specjalnego zabezpieczenia przed utratą płynności.

4. WNIOSKI

[25] W tym kontekście należy zauważyć, że Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego i organy UE podjęły ostatnio działania mające na celu rozwiązanie tego problemu poprzez zaostrzenie wymogów dotyczących ujawniania informacji na temat wskaźnika dźwigni. Przepisy te będą stosowane przez banki UE od czerwca 2021 r.

Zgodnie z EMIR znowelizowanym w ramach programu REFIT zwolnienie z obowiązku rozliczania centralnego wygasa w czerwcu 2021 r. i może zostać dwukrotnie przedłużone przez Komisję Europejską w drodze aktów delegowanych, każdorazowo o rok.

Ogólna analiza Komisji Europejskiej dotycząca głównych kwestii związanych z rozliczaniem centralnym przez systemy programów emerytalnych, przedstawiona w pierwszym sprawozdaniu opublikowanym we wrześniu 2020 r., znajduje szerokie potwierdzenie w wynikach konsultacji publicznych przeprowadzonych przez ESMA. W efekcie tych konsultacji uzyskano również pewne dalsze informacje ilościowe.

W ostatnich latach poczyniono postępy w kierunku osiągnięcia rozliczania centralnego w przypadku systemów programów emerytalnych i, jak wspomniano, systemy programów emerytalnych częściowo dobrowolnie przechodzą na rozliczanie centralne. Jest to również wynik działania różnych mechanizmów rynkowych i skutek obowiązujących rozwiązań regulacyjnych.

Aby jednak poczynić dalsze postępy w kierunku stałego rozliczania centralnego w przypadku systemów programów emerytalnych, Komisja jest zdania, że przedłużenie zwolnienia dla systemów programów emerytalnych byłoby konieczne z kilku powodów. Po pierwsze, umożliwiłoby to dalsze udoskonalenie modeli ułatwionego dostępu oferowanych przez kontrahentów centralnych. Po drugie, umożliwiłoby to dogłębniejszą ocenę stosowności i wykonalności wprowadzenia wszelkich potencjalnych zmian regulacyjnych, które mogłyby wspierać rozwiązanie w zakresie obowiązkowego rozliczania centralnego. Po trzecie, umożliwiłoby to opracowanie alternatywnych rozwiązań, ponieważ rynki pieniężne mogą pozostawać niestabilne w miarę uwidaczniania się gospodarczych skutków pandemii COVID-19. Dopuszczenie do wygaśnięcia zwolnienia z obowiązku rozliczania w przypadku systemów programów emerytalnych w czerwcu 2021 r. wydaje się przedwczesne, zwłaszcza że nadal mogą pojawiać się obawy dotyczące dostępności płynności w systemie w celu zaspokojenia zapotrzebowania na zmienny depozyt zabezpieczający. Ponadto przedłużenie jest zgodne z opinią przygotowaną przez ESMA we współpracy z EUNB, EIOPA i ERRS.

Komisja proponuje zatem przyjęcie aktu delegowanego przedłużającego zwolnienie z obowiązku rozliczania centralnego do czerwca 2022 r.

W najbliższych miesiącach DG FISMA, we współpracy ze specjalną grupą ekspertów i odpowiednimi służbami Komisji, będzie w dalszym ciągu i jeszcze wnikliwiej badać i oceniać poszczególne rozwiązania i propozycje przedstawione przez zainteresowane strony z branży.