EURÓPAI
BIZOTTSÁG

Brüsszel, 2021.5.6.
COM(2021) 224 final

A BIZOTTSÁG JELENTÉSE AZ EURÓPAI PARLAMENTNEK ÉS A TANÁCSNAK

az (EU) 834/2019 rendelettel módosított, a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről, a központi szerződő felekről és a kereskedési adattárakról szóló, 2012. július 4-i 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendelet 85. cikkének (2) bekezdése alapján annak értékeléséről, hogy kidolgoztak-e a nyugdíjkonstrukció-rendszerek általi, számlapénzben és nem számlapénzben, változó biztosítékeszközként történő biztosítékeszköz-nyújtásra vonatkozó életképes technikai megoldásokat, valamint hogy szükség van-e az említett életképes technikai megoldások megkönnyítését célzó intézkedésekre

A BIZOTTSÁG JELENTÉSE AZ EURÓPAI PARLAMENTNEK ÉS A TANÁCSNAK

az (EU) 834/2019 rendelettel módosított, a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről, a központi szerződő felekről és a kereskedési adattárakról szóló, 2012. július 4-i 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendelet 85. cikkének (2) bekezdése alapján annak értékeléséről, hogy kidolgoztak-e a nyugdíjkonstrukció-rendszerek általi, számlapénzben és nem számlapénzben, változó biztosítékeszközként történő biztosítékeszköz-nyújtásra vonatkozó életképes technikai megoldásokat, valamint hogy szükség van-e az említett életképes technikai megoldások megkönnyítését célzó intézkedésekre

1. BEVEZETÉS

A 648/2012/EU rendelet (az európai piaci infrastruktúrákról szóló rendelet, EMIR) a tőzsdén kívüli származtatott ügyletek bizonyos típusai tekintetében átmeneti mentességet biztosít a nyugdíjkonstrukció-rendszereket működtető szervezetek számára a központi elszámolási kötelezettség alól[1]. Az átmeneti mentesség célja az ilyen szervezetek üzleti modelljei sajátosságainak és a kötelező elszámolás nyugdíjakra gyakorolt esetleges hatásainak figyelembevétele: a nyugdíjkonstrukció-rendszereket működtető szervezetek jellemzően minimalizálják portfóliójukban a pénzeszközök arányát annak érdekében, hogy a szerződő ügyfeleik számára maximális hozamot biztosíthassanak. Ezért fennáll annak kockázata, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszerek – a tőzsdén kívüli származtatott ügyleteik központi elszámolását előíró rendelkezés következtében – eszközeik egy jelentős részét pénzeszközre váltják annak érdekében, hogy megfeleljenek a központi szerződő felek biztosítékkövetelményeinek, ami negatív hatással lehet a nyugdíjjövedelmekre. Az átmeneti mentesség időt kíván biztosítani a nyugdíjkonstrukció-rendszerek, a központi szerződő felek és a klíringtagok számára olyan életképes technikai megoldást kidolgozására, amely lehetővé tenné a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára a központi szerződő felekkel való központi elszámolást, elkerülve ugyanakkor a nyugdíjjövedelmekre gyakorolt jelentősen kedvezőtlen hatásokat.

Az EMIR Refit, amely 2019 júniusában lépett hatályba, 2021 júniusáig meghosszabbítja a mentességet, valamint arra is lehetőséget biztosít, hogy a mentességet a Bizottság felhatalmazáson alapuló jogi aktusok útján további két alkalommal, legfeljebb egy-egy évvel meghosszabbíthassa. A rendelet végső célja

[1] Az EMIR értelmében a nyugdíjkonstrukció-rendszerek magukban foglalják a 2003/41/EK irányelv 6. cikkének a) pontjában meghatározott foglalkoztatói nyugellátást szolgáltató intézményeket, az említett irányelv 3. cikke szerinti intézmények foglalkoztatói nyugellátást szolgáltató üzletágát, a 2002/83/EK irányelv hatálya alá tartozó biztosítók foglalkoztatói nyugellátást biztosító szolgáltatásait (bizonyos körülmények között), valamint más, nemzeti alapon működő engedélyezett és felügyelt szervezeteket vagy konstrukciókat, amelyek elsődleges célja nyugellátás biztosítása. A mentesség azokra a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekre vonatkozik, amelyek objektíven mérhető módon csökkentik a nyugdíjkonstrukció-rendszerek fizetőképességéhez közvetlenül kapcsolódó befektetési kockázatokat. A rendelet azokra a szervezetekre is vonatkozik, amelyeket azért hoztak létre, hogy nemteljesítés esetén kártérítést nyújtsanak az ilyen konstrukciók tagjainak, vonatkozik továbbá azokra a nyugdíjkonstrukció-rendszerekre is, amelyek számára nehézséget okoz a változó letétre vonatkozó követelmények teljesítése (az EMIR 89. cikke).

azonban, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára a központi elszámolás a lehető leghamarabb kötelező legyen. A központi szerződő felek, klíringtagok és nyugdíjkonstrukció-rendszerek kötelesek minden tőlük telhetőt megtenni az életképes megoldások kidolgozása érdekében.

Az EMIR Refit előírásainak megfelelően a központi szerződő felek, a klíringtagok, a nyugdíjkonstrukció-rendszerek és más érintett felek képviselőinek bevonásával az Európai Bizottság szakértői csoportot hozott létre azzal a céllal, hogy nyomon kövesse az érintettek erőfeszítéseit és értékelje az életképes technikai megoldások kidolgozása terén elért előrehaladást. A szakértői csoport, amelyben részt vesznek a központi bankok, az Európai Értékpapírpiaci Hatóság (ESMA), valamint az Európai Biztosítás- és Foglalkoztatóinyugdíj-hatóság (EIOPA) képviselői is, 2019 októberében, valamint 2020 áprilisában és novemberében ülésezett.

Az EMIR Refit 85. cikke előírja, hogy a Bizottságnak a mentesség utolsó meghosszabbításáig évente jelentést kell készítenie, amelyben értékeli, hogy kidolgoztak-e a nyugdíjkonstrukció-rendszerek általi, számlapénzben és nem számlapénzben, változó biztosítékeszközként történő biztosítékeszköz-nyújtásra vonatkozó életképes technikai megoldásokat, valamint hogy szükség van-e az említett életképes technikai megoldások megkönnyítését célzó intézkedésekre. A rendelet azt is előírja, hogy az ESMA az Európai Bankhatósággal (EBH), az EIOPA-val és az ERKT-val együttműködve évente a témakört értékelő jelentést nyújtson be a Bizottság számára.

Az ESMA 2020 áprilisában nyújtotta be első jelentését a Bizottságnak. A 2020 szeptemberében kiadott első bizottsági jelentés[2] átfogó elemzést tartalmazott a nyugdíjkonstrukció-rendszerek által alkalmazandó központi elszámolással kapcsolatos kérdésekről.

Az ESMA a 2020 áprilisa és júniusa között tartott nyilvános konzultáció során a témában széles körű vélemény- és adatgyűjtést végzett. A nyilvános konzultáció eredményei beépültek az ESMA, az EBH, az EIOPA és az ERKT együttműködésében elkészített, és a Bizottsághoz 2020 decemberében benyújtott második jelentésbe.

Ez az EMIR Refit 85. cikke alapján készített második bizottsági jelentés. A jelentés a Bizottság szakértői csoportjában folytatott megbeszélések, valamint az európai felügyeleti hatóságok és az ERKT által az Európai Bizottságnak történő jelentéstétel alapján mutatja be az elért eredményeket.

2. HÁTTÉR

Az uniós nyugdíjkonstrukció-rendszerek változatos képet mutatnak. A 2018-as év végi adatok szerint a nyugdíjkonstrukció-rendszerek legnagyobb uniós piacai Hollandiában

2 „A Bizottság jelentése, amelyben értékeli, hogy kidolgoztak-e a nyugdíjkonstrukció-rendszerek általi, számlapénzben és nem számlapénzben, változó biztosítékeszközként történő biztosítékeszköz-nyújtásra vonatkozó életképes technikai megoldásokat, valamint hogy szükség van-e az említett életképes technikai megoldások megkönnyítését célzó intézkedésekre”, COM(2020) 574 final.

és Dániában találhatók, ahol a GDP-hez viszonyított eszközarányuk átlagosan 173,3 %, illetve 198,6 %[3]. Írországban szintén hasonló rendszerek működnek. Az ESMA által szolgáltatott adatok[4] szerint 2020. március végén az összes uniós nyugdíjalap származtatott ügyletei névleges összegének 70–80 %-a a holland nyugdíjkonstrukció-rendszerekben összpontosult. A nyugdíjkonstrukció-rendszerek számos kockázatból eredő kötelezettségeiket nagyrészt származtatott ügyletekkel fedezik.

Az első bizottsági jelentés áttekintette a nyugdíjkonstrukció-rendszerek központi elszámolásaival kapcsolatos helyzetet. Bemutatta, hogy – amint az a Bizottság szakértői csoportjában folytatott megbeszélésekből kiderült – a változó készpénzletét nyújtásának szükségessége problémás lehet a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára, különösen piaci stresszhelyzetekben, amikor a központi szerződő felek jelentős mértékben hívhatják le az ilyen biztosíték-eszközöket. Az utóbbi időben egyes nyugdíjalapok – jellemzően klíringtagok ügyfeleiként – önkéntes alapon kezdték meg a származtatotteszköz-portfóliójuk egy részének központilag történő elszámolását. Néhányan közülük elkezdték alkalmazni az egyes központi szerződő felek által az elszámolt repoügyletekkel foglalkozó platformjaikhoz kialakított[5] úgynevezett „egyszerűsített hozzáférést” biztosító megoldásokat, amelyek célja a nyugdíjkonstrukció-rendszerek általi központi elszámolás megkönnyítése volt. Az ilyen modelleknek javítaniuk kell a nyugdíjkonstrukció-rendszerek azon képességét, hogy likviditási igényeiket a repopiacon elégítsék ki[6]. A központi elszámolás idővel a kétoldalú ügyletekre alkalmazandó követelmények miatt is egyre nagyobb teret nyer, és e követelmények miatt a központi elszámolás keretében várhatóan nagyobb likviditás áll majd rendelkezésre, mint a kétoldalú elszámolásokban[7].

A jelentés kiemelte azokat a nehézségeket is, amelyekkel a repopiachoz való hozzáférés során a stresszhelyzetben likviditási megoldást kereső nyugdíjkonstrukció-rendszerek szembesülhetnek, ami azzal a ténnyel is összefügghet, hogy piaci stresszhelyzetben a klíringtagok nem mindig hajlandóak vagy képesek biztosítékátalakítási szolgáltatásokat nyújtani a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára.

3 ESMA, „First Report for consultation – Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements” (Konzultációs célú első jelentés – Központi elszámolási megoldások a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára), 2020. április.

4 ESMA: „Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements” (Jelentés az Európai Bizottságnak – Jelentés a nyugdíjkonstrukció-rendszerek központi elszámolási megoldásairól) (2. sz.), 2020. december.

5 Az EU-ban az Eurex Clearing létrehozott egy ilyen modellt, esetleg az elszámolt tőzsdén kívüli piachoz való „egyszerűsített hozzáféréssel” együtt. A Bizottság legjobb tudomása szerint az LCH SA egy „egyszerűsített hozzáférési” megoldás létrehozásán is dolgozik. Lásd COM(2020) 574 final.

6 A visszavásárlási megállapodás („repo”) értékpapírok adott áron történő eladására, és ugyanazon értékpapírok egy későbbi időpontban, megállapodás szerinti áron történő visszavásárlására vonatkozó megállapodás. A repopiacon a pénzeszköz ellenében biztosítékot nyújtó és a biztosíték ellenében pénzeszközt nyújtó vállalkozások kötnek üzleteket.

7 ESMA: „Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements” (Jelentés az Európai Bizottságnak – Jelentés a nyugdíjkonstrukció-rendszerek központi elszámolási megoldásairól) (2. sz.), 2020. december.

3. AZ ESMA NYILVÁNOS KONZULTÁCIÓJÁNAK ÉS AZ ÉRDEKELT FELEKKEL FOLYTATOTT TOVÁBBI MEGBESZÉLÉSEK FŐBB EREDMÉNYEI

3.1 Az ESMA nyilvános konzultációjának eredményei

Az ESMA által tartott nyilvános konzultáció eredményei nagy vonalakban megerősítették az első bizottsági jelentésben foglalt átfogó elemzést, és további lehetőséget biztosítottak arra, hogy a megállapításokat további mennyiségi adatokkal egészítsék ki. Az ESMA az érdekelt felek széles körétől kapott választ[8], többek között az eszközkezelőktől (amelyek ügyfélkörében megtalálhatók a nyugdíjkonstrukció-rendszerek is), szakmai szervezetektől és központi szerződő felektől. A konzultációra válaszoló érdekelt felek különböző csoportokba tartoztak, ami lehetővé tette a lehetséges megoldások különböző szempontjaival kapcsolatos vélemények széles körének megismerését. Az ESMA elemzése szerint a konzultációra adott válaszok megerősítik, hogy az érdekelt felek nagy többsége várakozással tekint egy olyan helyzet elé, amelyben a nyugdíjkonstrukció-rendszerek alkalmazhatják a központi elszámolást, és hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszerek többsége maga is szeretné ezt.

A konzultáció megerősítette, hogy ezt a megoldást egyes nyugdíjkonstrukció-rendszerek a portfóliójuk egy részére önkéntes alapon már alkalmazzák, többek között azért, hogy ne kerüljenek a kétoldalú ügyletek kezdeti biztosítékára vonatkozó szabályok hatálya alá. Ezt a megoldást klíringtagok ügyfeleiként alkalmazzák. Bizonyos esetekben a nyugdíjkonstrukció-rendszerek igénybe veszik az egyes központi szerződő felek által kínált, az elszámolt repopiacokhoz való egyszerűsített hozzáférést is. A Holland Nemzeti Bank által az ESMA-nak szolgáltatott adatok[9] szerint Hollandiában az Euribor és a Libor kamatcsereügyletek (IRS) elszámolási kamatlábai 2020 harmadik negyedévében a nagy nyugdíjalapok esetében átlagosan 22 %-ot (3–26 %), a közepes méretű nyugdíjalapok esetében átlagosan 25 %-ot (0–46 %), a kis méretű nyugdíjalapok esetében pedig átlagosan 37 %-ot (0–100 %) tettek ki. Az adatok vállalatonként nagy mértékben eltérőek. A Danmarks Nationalbank elemzése szerint a dán nyugdíjkonstrukció-rendszerek kamatláb derivatíváinak mintegy 42 %-át valamely központi szerződő félnél számolják el, és a vállalatok között itt is jelentős eltérések vannak.

A nyugdíjkonstrukció-rendszerek előnyösnek találják a központi elszámolást, függetlenül attól, hogy a jövőben kötelező lesz-e. Az ESMA szerint e módszer fő előnyeként az elszámolt termékeket jellemző likviditást, a végrehajtás hatékonyságát és egyéb költségszempontokat jelölnek meg. A nyilvános konzultáció során egyes válaszadók jelezték, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszerek már most is költségkülönbséget tapasztalnak a kétoldalú és a központilag elszámolt ügyletek között. Arról számoltak be, hogy a költségek egy 30 éves, 50 milliós nominális értékű,

8 Az ESMA 19 egyéni vagy szakmai egyesületi választ kapott, köztük 2 bizalmasat, valamint 1 közös válasz érkezett a nyugdíjalap-ágazatban működő 10 érdekelt féltől.

9 Az EMIR adatszolgáltatásai alapján.

kétoldalú kamatcsereügylet lebonyolításakor valamivel magasabbak lehetnek, mint egy központilag elszámolt, 30 éves kamatcsereügylet esetében, és hogy az előbbi esetben az ügylet érvénytelenítése is drágább lehet.

A konzultáció azt is megerősítette, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszerek központi elszámolása tekintetében a fő kihívást a változó készpénzletét kérdése jelenti. További kihívásként említették az elszámolás költségét, amely a bankokra vonatkozó tőkekövetelmények értelmében ahhoz a tőkeösszeghez kapcsolódik, amelyet a bankoknak az ügyfélpozíciókkal szemben tartaniuk kell; kihívást jelent továbbá a klíringtagok azon lehetősége, hogy rövid határidővel fel tudják mondani az ügyfeleikkel kötött szerződéseiket[10], valamint azon problémák, amelyekkel a nyugdíjkonstrukció-rendszerek akkor szembesülhetnek, ha nagy összegű pozícióikat egy másik klíringtaghoz kell átvinniük. Meg kell jegyezni azonban, hogy a kétoldalú elszámolási térben a nyugdíjkonstrukció-rendszerek a kereskedési partnereik nemteljesítésének is ki lehetnek téve.

A konzultáció résztvevői összességében egyetértenek abban, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszerek központi elszámolásának problémájára a pénzügyi rendszerek ellenálló képességét és a nyugdíjakkal összefüggő költségek arányosságát egyaránt biztosító olyan kiegyensúlyozott megoldást kell találni, amely rendes és stresszhelyzeti piaci körülmények között is működőképes.

3.2 A kötelező központi elszámolásra való átállás lehetséges hatásai

Az ESMA által a nyilvános konzultáció során gyűjtött mennyiségi információk áttekintést nyújtanak a nyugdíjkonstrukció-rendszerek központi elszámolási kötelezettségének lehetséges hatásáról az alábbiak tekintetében: i. kezdeti biztosíték; ii. pénzeszköz-portfólió; iii. hozamcsökkenés; és iv. likviditási hatások stressz esetén.

i) A kezdeti biztosítékra gyakorolt hatás

Az ISDA és a PensionsEurope 2018. évi tanulmánya szerint a holland és dán nyugdíjalapokra kiterjedő elszámolás az elszámolt kezdeti biztosítékot csak új ügyletek elszámolása esetén körülbelül 7,4 milliárd EUR összeggel, a korábbi ügyletek 50 %-ának elszámolása esetén 26 milliárd EUR összeggel, az összes korábbi ügylet elszámolása esetén pedig 44 milliárd EUR összeggel növelné[11].

Ezenkívül a nagy nyugdíjkonstrukció-rendszereket a központi szerződő felek jelentős kockázati tényezőként értékelhetik, mivel gyakran egyirányú swappozíciókkal rendelkeznek. Egyikük arról számolt be az ESMA-nak, hogy a kezdeti biztosíték tekintetében olyan mértékű kiegészítő likviditásra lehet szükség, ami miatt fontolóra

10 Az ügyfelekkel kötött elszámolási szerződések gyakran tartalmaznak 90 napos felmondásra vonatkozó rendelkezést.

11 PensionsEurope és ISDA, „Potential demand for clearing by EU pension funds” (Az elszámolás terén az uniós nyugdíjalapok által teremtett potenciális kereslet), 2018.

vehetné, hogy az általa elszámolható csereügyletek számára vonatkozóan felső korlátot határozzon meg[12].

ii) A pénzeszköz-portfólióra gyakorolt hatás

A központi elszámolás alóli mentesség lejárta miatt a nyugdíjkonstrukció-rendszerek arra kényszerülhetnek, hogy pénztartalékot képezzenek a potenciális biztosíték-lehívások kezelésére. Származtatott ügyleti kitettségek esetében ez csökkenti a partner-hitelkockázatot, ugyanakkor növeli a likviditási kockázatot. Az uralkodó alacsony hozamú környezetben a pénz- és egyéb likvid eszközök tartása egyre költségesebb lett. A befektetési alapokat ez arra ösztönözte, hogy csökkentsék az ilyen eszközeik arányát[13]. A nyilvános konzultáció rámutatott arra, hogy míg egyes nyugdíjalapok az eszközeik mintegy 2 %-át tartják pénzeszközben, addig más nyugdíjalapok portfólió-stratégiájában nem szerepel pénzeszközök tartása. Az ESMA jelentése, amely a nyilvános konzultációra adott válaszokon alapul, azt mutatja, hogy ha egy nyugdíjkonstrukció-rendszer arra törekszik, hogy a változó letétek lehívásainak 99,8 %-át tudja teljesíteni, és feltéve, hogy pénzeszközökben tartott portfóliójának 30 %-a egynapos időhorizonton rendelkezésre áll, úgy eszközeinek 7,8 %-át kell pénzeszközökben tartania. Ez az összeg 10,9 %-ra emelkedne, ha a változó letétekre vonatkozó lehívások 99,95 %-ának teljesíthetőségét célozná meg, és 5,3 %-ra csökkenne, ha az ilyen lehívások 99 %-ának teljesítését szeretné elérni.

iii) A hozamok lehetséges csökkenése

A nyugdíjkonstrukció-rendszerek éves hozama csökkenne, ha az esetleges biztosítékeszköz-lehívások teljesítése érdekében több pénzeszközt tartanának a portfóliójukban. Az ESMA jelentése azt javasolja, hogy amennyiben egy nyugdíjkonstrukció-rendszer a befektetési portfóliójában a pénzeszközök aránya 5–10 %-ot tenne ki, úgy a jelenlegi alacsony kamatkörnyezetben az éves hozamok ebből eredő csökkenése körülbelül 0,17–0,33 % lenne (körülbelül 3,17 % hozam)[14]. Ha ehelyett a múltbeli hozamokat vesszük figyelembe (a holland nyugdíjszektorban az OECD adatai szerint az elmúlt 15 évben körülbelül 6 %), akkor a csökkenés 0,3–0,6 % közé esne.

A konzultációra válaszoló egyéb eszközkezelők arról számoltak be, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszerbeli ügyfeleik már most is jelentős pénzeszközpufferrel rendelkeznek, és így az átmenetileg magas likviditásigények finanszírozásának költségei igen alacsonyak lennének.

E tekintetben azt is szem előtt kell tartani, hogy a nyugdíjalapok valószínűleg tartósan alacsony hozammal néznek szembe, és a korábbi hozamok nehezen érhetők el. Még ha a központi bankok közelmúltbeli monetáris politikai fellépései meg is fordították az

12 ESMA: „Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements” (Jelentés az Európai Bizottságnak – Jelentés a nyugdíjkonstrukció-rendszerek központi elszámolási megoldásairól) (2. sz.), 2020. december.

13 EKB, „Financial Stability Review” (pénzügyi stabilitási jelentés), 2020. május.

14 Az ESMA konzultációjára adott válaszokból.

eszközárak jelentős csökkenését, a nyugdíjalapok közép- és hosszú távon valószínűleg alacsonyabb kamatokkal fognak szembesülni. A kihívást az jelenti, hogy a korábbi hozamokat egy potenciálisan változékony, alacsony kamatkörnyezetben érjék el. Ebben az esetben még a mérsékelt hozamcsökkentés is kedvezőtlen hatással lehet a nyugdíjjövedelmekre. Például az EKB elemzése[15] azt mutatja, hogy a biztosítók esetében, amennyiben a jelenlegi kamatlábkörnyezet nem változik, az átlagos kamatbevétel a 2019. évi 2,8 %-ról 2030-ra 1,7 %-ra csökken, mivel a magasabb hozamot eredményező értékpapírok lejárnak. A garantált kamatlábak a becslések szerint szintén csökkenni fognak.

iv) Likviditási hatások stresszhelyzetben

Az 1 %-os kamatláb-eltérésen alapuló stresszforgatókönyv szerinti változó letét nyújtásához a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára szükséges likviditást a Bizottság az első jelentésében[16] tárgyalta, amely az Economic and Bourse Consult 2014. évi tanulmányából és az Eurosystem e kérdéssel kapcsolatos közelmúltbeli elemzéseiből származó adatokat közölt[17]. A kamatlábak emelkedése következtében a központi szerződő felek lehívnák a nyugdíjalapok kamatcsereügylet portfólióval kapcsolatos változó letéteit. A holland nyugdíjalapok példáját véve alapul (az Eurosystem rendelkezésére álló adatok szerint az ő portfóliójukban szerepel az EUR-övezeti nyugdíjalapok kamatcsereügyleteinek mintegy 89 %-a) az Eurosystem szimulálta a hozamgörbe egynapos +100 bázispontos párhuzamos eltolódásának hatását. A szimulált stresszforgatókönyv szerint a holland nyugdíjalapok által tartott kamatcsereügyletekkel kapcsolatban a változó letétek lehívására 36 milliárd és 47 milliárd EUR közötti összegben kerülhet sor, ami összesen 6 milliárd EUR és 15 milliárd EUR közötti pénzeszközhiányt eredményez (a teljes EUR-övezet nyugdíjalapjainak esetében ez az összeg akár a 17 milliárd EUR-t is elérheti). A becslési tartomány felső szélének megfelelő forgatókönyv esetén a holland nyugdíjalapok 55 %-a nem rendelkezne elegendő pénzeszközzel a változó letétek lehívásának fedezésére. A hiány elsősorban annál a kevés számú alapnál koncentrálódna, amelyeknél a változó letétek miatti kifizetések mértéke viszonylag alacsony.

Az ESMA nyilvános konzultációjára e tekintetben adott válaszok azt mutatják, hogy a 100 bázispontos kamatláb-eltolódást feltételező forgatókönyv szerint a változó készpénzletétre vonatkozó követelmény a csereügyleteket alkalmazó holland, dán és ír nyugdíjkonstrukció-rendszerek körében mintegy 95 milliárd EUR-t tenne ki.

A Covid19 miatti közelmúltbeli piaci zavarok során az alapok származtatott kitettségei tekintetében a változó letétek napi lehívásainak mértéke megötszöröződött[18]. A

15 EKB, „Financial Stability Review” (pénzügyi stabilitási jelentés), 2020. május.
16 COM(2020) 574 final, 2020. szeptember 23.
17 EKB, „Financial Stability Review” (pénzügyi stabilitási jelentés), 2020. május.
18 EKB, „Financial Stability Review” (pénzügyi stabilitási jelentés), 2020. május.

befektetési alapok példáját és a változó letétek EMIR-adatokban való részleges jelentését alapul véve az EUR-övezeti alapok tekintetében a változó letétek napi lehívásai a 2020. február első felében tapasztalt körülbelül 2 milliárd EUR-ról a 2020. március 16-ával kezdődő hétre több mint 10 milliárd EUR-ra nőttek. A legnagyobb (körülbelül 6,5-szeres) növekedés a származtatott részvényügyletekből álló portfóliókban volt megfigyelhető, ezt követték a kamatláb-derivatívák (ötszörös növekedés) – amelyek a nyugdíjkonstrukció-rendszerek portfóliójában a legjellemzőbbek – és a devizaportfóliók (négyszeres növekedés). A biztosítékeszközök lehívásának teljesíthetősége miatt egyes EUR-övezeti biztosítók és nyugdíjalapok bizonyíthatóan értékesítették a pénzpiaci alapokban tartott részvényeiket.

Úgy tűnik, hogy az EUR-övezeti befektetési alapok jelentős része likviditási nehézségekkel szembesült a biztosítékeszköz-lehívások magas szintje miatt, de általában tudták teljesíteni a lehívási igényeket[19]. A kamatlábak csökkentése és a központi bankok kötvényvásárlási programjai hozzájárultak ahhoz, hogy a válság egyes legsúlyosabb lehetséges hatásaitól elszigeteljék a piaci szereplőket, köztük a nyugdíjalapokat. Úgy tűnik továbbá, hogy a piaci zavarok idején az alapok számára forrásbevonási lehetőséget teremthet a repoügyletek kötése, eszközök (pl. pénzpiaci alapok részvényei) értékesítése vagy hitelkeretek lehívása. Amint azonban a Bizottság első jelentéséből is kiderül, a nyugdíjalapok likviditáshoz való hozzáférése nehézségekbe ütközött.

A fenti elemzés szerint, feltételezve, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszerek a tervezett stresszforgatókönyv szerint a repopiacon ki tudják elégíteni pótlólagos pénzeszköz-igényüket, az EUR-övezeti nyugdíjkonstrukció-rendszerek likviditási szükségletei a nyitott fordított repoügyletek összegéhez képest (az európai repopiac méretének közelítő értéke) alacsonyak maradnak. 2019 decemberében a nyitott fordított repoügyletek mintegy 1,9 billió EUR-t tettek ki. Feltételezve, hogy más EUR-övezeti nyugdíjkonstrukció-rendszerek finanszírozási igényei hasonlóak a holland nyugdíjkonstrukció-rendszerekéhez, a teljes EUR-övezet nyugdíjkonstrukció-rendszereinek pénzeszköz-bevonási igénye valószínűleg a teljes nyitott fordított repoügyletek értékének 2 %-a alatt marad[20].

Az ESMA és az ICMA jelentése[21] szerint, az uniós repopiac a Covid19 miatti piaci zavarok idején alapvetően jól működött. Mindazonáltal a repopiacok a válság februári/márciusi csúcsán bizonyos kedvezőtlen feltételekkel szembesültek, mivel nőtt a repo iránti kereslet, de ezt a kereskedők csak viszonylag korlátozottan voltak képesek közvetíteni[22]. Emiatt számos vállalkozás csak korlátozottan tudott hozzáférni a napon

19 EKB, „Financial Stability Review” (pénzügyi stabilitási jelentés), 2020. május.

20 COM(2020) 574 final, 2020. szeptember 23.

21 Nemzetközi Tőkepiaci Szövetség, „The European Repo market and the COVID-19 crisis” (Az európai repopiac és a Covid19-válság), 2020. április.

22 Nemzetközi Tőkepiaci Szövetség, „The European Repo market and the COVID-19 crisis” (Az európai repopiac és a Covid19-válság), 2020. április.

belüli likviditás és a biztosítékok kezeléséhez szükséges repopiachoz. Egyes források szerint az illikvid pénzpiac rontotta a bankoktól az egyéb pénzügyi intézmények felé történő likviditásközvetítést[23]. Összességében, amint arról az ESMA beszámolt, az elszámolt repopiacok a válság idején hatékonyan és eredményesen működtek, folyamatos hozzáférést biztosítva a származtatott termékekhez, még akkor is, ha a biztosítékeszközök lehívása időnként hirtelen megnövekedett.

A repopiacok valószínűleg a jövőben is központi szerepet játszanak a központi elszámolás jelentette kihívás kezelésében; a nyugdíjalapok repopiaci részvétele azonban Európában továbbra is visszafogott, különösen az Egyesült Államokkal összehasonlítva[24].

3.3. A nyilvános konzultáció során javasolt kezdeményezések

Amint azt az ESMA jelentése bemutatja, a nyilvános konzultáció válaszadói több javaslatot is tettek arra vonatkozóan, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszerek körében miként lehetne előmozdítani a központi elszámolást. A kezdeményezések fő célja a nyugdíjkonstrukció-rendszerek által a központi elszámolásra jelenleg alkalmazott megoldások – vagyis az ügyfélklíring és a központi szerződő felek egyszerűsített hozzáférési modelljei – javítása. Ez a két megoldás kristályosodott ki, amelyekre a munka későbbi szakaszaiban összpontosítani kell.

Ami az ügyfélklíringet illeti, az ESMA jelentésében szereplő információk és a Bizottság szakértői csoportjában folytatott megbeszélések azt mutatják, hogy amennyiben a nyugdíjkonstrukció-rendszerek likviditáshoz való hozzáférésének javítására van szükség, előnyös lenne, ha a klíringtagok nagyobb mértékben tudnának a közvetlen ügyfeleik számára biztosítékátalakítási szolgáltatásokat nyújtani. A bankok jó helyzetben vannak ahhoz, hogy elősegítsék a biztosítékok átalakítását, és ezt már régóta meg is teszik.

Amint az ESMA jelentéséből kiderül, a bankok megneveztek néhány olyan problémát, amelyek számukra és a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára megnehezítik a nyugdíjkonstrukció-rendszerek elszámolási kötelezettségének támogatását: ezek különösen a tőkeáttételi mutatóval, a kockázattal súlyozott eszközökkel és a finanszírozással kapcsolatosak. Az ESMA nyilvános konzultáción alapuló jelentése szerint a repotevékenység ösztönzését különösen az segítené elő, ha a repoügyletekre/fordított repoügyletekre kedvezőbb tőkekövetelmények vonatkoznának.

Ami a központi szerződő felek által kínált egyszerűsített hozzáférési modelleket illeti, egyes nagy nyugdíjkonstrukció-rendszerek már alkalmaznak ilyeneket az elszámolt repopiachoz való hozzáféréshez. A nyilvános konzultációban részt vevő központi szerződő felek szerint egy ilyen megoldás szélesebb körű elfogadásához arra lenne

23 D'Avernas, A., Vandeweyer, Q. és Darracq Pariès, M. (2020), „Unconventional monetary policy and funding liquidity risk" (Unortodox monetáris politika és likviditáskockázat-finanszírozás), 2350. sz. munkadokumentum.

24 Eurex, „Derivatives markets after the COVID-19 crisis – A review of the Digital Derivatives Forum" (A derivatív piacok a Covid19-válság után – a Digital Derivatives Forum áttekintése), 2020.

szükség, hogy a szabályozó hatóságok a szabályozási módosítások útján és a nyugdíjkonstrukció-rendszerek elszámolási mentességére vonatkozó határidő egyértelmű meghatározásával világosan kifejezzék szándékukat. A nagy nyugdíjkonstrukció-rendszer ügyfelekkel rendelkező eszközkezelők egy része arról számolt be, hogy ezek a modelltípusok biztató utat jelentenek, és néhány válaszadó rámutatott arra, hogy az elszámolt uniós repopiacok az évek során – stresszhelyzetben is – megbízható módon elérhető likviditást biztosítottak. A nyugdíjkonstrukció-rendszerek igényeinek jobb kielégítése érdekében tovább lehetne javítani a központi szerződő felek ilyen megoldásainak működését: a konzultáció során kiderült, hogy a központi szerződő felek részéről a további fejlesztéseknek nincs akadálya.

A konzultáció válaszadói ezért számos szabályozási intézkedést javasoltak. Az ESMA jelentése különösen az érdekelt felek következő javaslatait említi:

– a repoügyletek/fordított repók kedvezőbb kezelése a tőkeáttételi mutató tekintetében,
– a tőkeáttételi mutató számításának újrakalibrált módszertana annak elkerülése érdekében, hogy a bankok az év során az előírt beszámolási időpontokban látszatintézkedéseket hozzanak[25],
– a nyugdíjalapokkal szembeni kitettség, mint külön (kisebb kockázati súlyú) kitettségi kategória létrehozásának megfontolása (jobban tükrözve a nyugdíjalapok jó hitelképességét),
– a banki szabályozásban az elszámoló ügynökök (azok a bankok, amelyek lehetővé teszik, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszerek az egyszerűsített hozzáférési modellek révén hozzáférjenek a központi szerződő felekhez) szerepének vizsgálata,
– a Szolvencia II. irányelv értelmében annak mérlegelése, hogy azok a nyugdíjkonstrukció-rendszerek és biztosítótársaságok, amelyek az egyszerűsített hozzáférési modellekkel összefüggésben valamely központi szerződő fél közvetlen tagjai, ugyanolyan kedvezményes bánásmódban részesüljenek, mint amely a CRR értelmében a klíringtagok számára elérhető,
– az ÁÉKBV-ket és ABA-kat érintő egyéb szabályozási változások, amelyek célja a vételi oldal központi elszámolásának ösztönzése.

Emellett az ERKT javaslatokat tett a nyugdíjkonstrukció-rendszerekre is kiterjedő likviditási kockázati keretrendszer javítására, bizonyos esetekben külön likviditási puffer létrehozásával.

4. KÖVETKEZTETÉS

Az EMIR Refit szerint a központi elszámolási mentesség 2021 júniusában jár le, és azt az Európai Bizottság felhatalmazáson alapuló jogi aktusok révén két alkalommal, évente egy évvel meghosszabbíthatja.

25 E tekintetben meg kell jegyezni, hogy a probléma megoldása érdekében a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság és az uniós hatóságok a közelmúltban szigorították a tőkeáttételi mutató nyilvánosságra hozatalára vonatkozó követelményeket. Ezeket a rendelkezéseket az uniós bankok 2021 júniusától alkalmazzák.

Az ESMA nyilvános konzultációjának eredményei nagy vonalakban megerősítik a nyugdíjkonstrukció-rendszerek központi elszámolásával kapcsolatos fő kérdésekről az Európai Bizottság 2020 szeptemberében kiadott első jelentésben felvázolt átfogó elemzést. A konzultáció során további, mennyiségi szempontú információk is napvilágra kerültek.

Az elmúlt években a nyugdíjkonstrukció-rendszerek körében előrelépés történt a központi elszámolás megvalósítása terén, hiszen a fentiek értelmében a nyugdíjkonstrukció-rendszerek önkéntes alapon részben már ilyen módon végzik elszámolásaikat. Ez a különböző szabályozási megoldások és piaci erők eredménye is.

Mindazonáltal a nyugdíjkonstrukció-rendszerek fenntartható központi elszámolási rendszere felé történő további előrelépés érdekében a Bizottság úgy véli, hogy több okból is szükség lenne a nyugdíjkonstrukció-rendszerekre vonatkozó mentesség meghosszabbítására. Először is így lehetővé válna a központi szerződő felek egyszerűsített hozzáférési modelljeinek finomítása. Másodszor, alaposabban értékelhető lenne a kötelező központi elszámolási megoldást támogató esetleges szabályozási változtatások bevezetésének helyénvalósága és megvalósíthatósága. Harmadszor, ki lehetne dolgozni alternatív megoldásokat, mivel a Covid19-világjárvány gazdasági következményeinek kibontakozásával a pénzpiacok továbbra is volatilisek lehetnek. Korainak tűnik, hogy 2021 júniusában megszűnjön a nyugdíjkonstrukció-rendszerek elszámolási kötelezettség alóli mentessége, különösen azért, mert továbbra is aggályok merülhetnek fel azzal kapcsolatban, hogy a rendszerben rendelkezésre áll-e elegendő likviditás a változó letétek iránti igény kielégítésére. Végezetül, a meghosszabbítás összhangban van az ESMA által az EBH-val, az EIOPA-val és az ERKT-val együttműködésben adott tanácsokkal.

A Bizottság ezért felhatalmazáson alapuló jogi aktus elfogadását javasolja, amely 2022 júniusáig továbbra is biztosítaná a központi elszámolás alóli mentességet.

Az elkövetkező hónapokban a DG FISMA – a külön erre a célra létrehozott szakértői csoporttal és az érintett bizottsági szolgálatokkal együttműködve – folytatja az ágazati érdekelt felek által előterjesztett különböző megoldások és javaslatok alaposabb vizsgálatát és értékelését.