EURÓPAI
BIZOTTSÁG

Brüsszel, 2015.2.3.
COM(2015) 39 final

A BIZOTTSÁG JELENTÉSE AZ EURÓPAI PARLAMENTNEK ÉS A TANÁCSNAK

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 a nyugdíjkonstrukció-rendszerek által nem számlapénzben, változó biztosítékeszközként történő biztosítékeszköz-nyújtásra vonatkozó technikai megoldások kidolgozása tekintetében a központi szerződő felek által elért eredményeknek és erőfeszítéseknek, valamint a megoldást előmozdító esetleges intézkedések szükségességének a felméréséről

1. BEVEZETÉS

A tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről, a központi szerződő felekről és a kereskedési adattárakról szóló 648/2012/EU rendeletet (az európai piaci infrastruktúra-rendelet, a továbbiakban: EMIR) 2012. július 27-én tették közzé az Európai Unió Hivatalos Lapjában, és 2012. augusztus 16-án lépett hatályba.

Az EMIR alapján a szabványos (azaz előre meghatározott alkalmassági kritériumokat, például magas szintű likviditást teljesítő) tőzsdén kívüli származtatott ügyletekre kötelező központi elszámolási kötelezettség vonatkozik, és azokat központi szerződő fél bevonásával kell elszámolni.

A központi szerződő felek egy ügylet két szerződő fele között közvetítenek, így egyszerre lépnek fel vevőként minden eladóval és eladóként minden vevővel szemben. Mivel a központi szerződő fél minden egyes pozíció tekintetében szerződő fél, viselnie kell a partnerkockázatot, ha valamely szerződő fele nem teljesít.

A központi szerződő fél kialakítása olyan, hogy ellenálljon valamely klíringtag vagy ügyfél nemteljesítésének, főként rendszeres és konzervatív biztosítékeszközökre – vagy másként biztosítékokra – vonatkozó követelmények alkalmazása révén, amelyeket úgy számítanak, hogy fedezzék a nemteljesítés miatti potenciális veszteségeket. A központi szerződő fél kizárólag magas likviditású eszközöket, általában készpénzt fogad el biztosítékként a változó biztosíték lehívásának teljesítésére, hogy nemteljesítés esetén lehetőség legyen a gyors likviddé tételre.

A nyugdíjkonstrukció-rendszerek[i] számos tagállamban aktív résztvevői a tőzsdén kívüli származtatott termékek piacának. Mindazonáltal a nyugdíjkonstrukció-rendszerek általában minimálisra csökkentik készpénz-pozícióikat, és inkább magasabb hozamú befektetéseket, például értékpapírokat tartanak, hogy kedvezményezettjeik – a nyugdíjasok – számára magas hozamokat biztosítsanak. Mivel a központi szerződő felek a változó biztosíték lehívásának teljesítésére szolgáló biztosítékként nem tudnak nem pénzbeli eszközöket elfogadni, a nyugdíjkonstrukció-rendszereknek a központi szerződő fél biztosíték-lehívásainak teljesítése érdekében rövid távon kell készpénzhez jutniuk, készpénz kölcsönvétele, vagy más eszközök értékesítése révén. Nem ez a helyzet jelenleg a kétoldalú kapcsolatok keretében, amelyek esetében a nyugdíjkonstrukció-rendszerek nem pénzbeli eszközöket is elhelyezhetnek kétoldalú szerződő feleiknél, amennyiben biztosítékra van szükség. A készpénztartalékok fenntartása magas alternatív költségeket jelent a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára a készpénzbiztosíték alacsony hozama miatt. A központi elszámolás költsége végső soron az érintett nyugdíjasok nyugdíjjövedelmét csökkentené, ha a nyugdíjkonstrukció-rendszereknek készpénzt kellene elhelyezniük a változóbiztosíték-lehívások teljesítésére.

A Bizottság, a Tanács és a Parlament ezért megállapodtak abban, hogy a bizonyos kritériumokat[ii] teljesítő nyugdíjkonstrukció-rendszerek három éven át átmenetileg

mentesülnek az elszámolási kötelezettség alól, az EMIR 89. cikkének (1) bekezdése szerint. A mentesség összesen legfeljebb további három évre meghosszabbítható. Erről az átmeneti időszakról az EMIR kifejezetten azért rendelkezik, hogy több idő álljon a központi szerződő felek rendelkezésére olyan technikai megoldások kidolgozására, amelyek révén a változóbiztosíték-lehívások nem készpénzben történő biztosítékeszköz-nyújtással teljesíthetők.

2. A JELENTÉS CÉLJA

Az EMIR 85. cikke (2) bekezdésének megfelelően e jelentés célja, hogy bemutassa a nyugdíjkonstrukció-rendszerek által nem számlapénzben, változó biztosítékeszközként történő biztosítékeszköz-nyújtásra vonatkozó technikai megoldások kidolgozása tekintetében a központi szerződő felek által elért eredményeknek és erőfeszítéseknek, valamint a megoldást előmozdító esetleges intézkedések szükségességének a felmérését.

Az EMIR 85. cikkének (2) bekezdése arról is rendelkezik, hogy amennyiben a Bizottság úgy ítéli meg, hogy a technikai megoldás kidolgozására irányuló, a központi szerződő fél által tett erőfeszítések nem voltak elégségesek, és a származtatott ügyletek központi elszámolásának a jövőbeli nyugdíjasok nyugellátására gyakorolt kedvezőtlen hatása változatlan marad, felhatalmazást kap arra, hogy a 82. cikkel összhangban felhatalmazáson alapuló jogi aktusokat fogadjon el a 89. cikk (1) bekezdésében említett hároméves időszak egyszer két évvel, egyszer pedig egy évvel történő meghosszabbítása céljából.

A jelenlegi helyzet teljes körű értékelése érdekében a Bizottság alaptanulmányt készíttetett arról, hogy a központi szerződő felek megtették-e a szükséges erőfeszítéseket a nyugdíjkonstrukció-rendszerek által nem számlapénzben, változó biztosítékeszközként történő biztosítékeszköz-nyújtásra vonatkozó megfelelő technikai megoldások kidolgozása érdekében. Ez az alaptanulmány a potenciális és alternatív megoldásokat is elemezte. Az alaptanulmány végül elemezte azt is, hogy megoldás hiányában milyen hatással járna a mentesség megszüntetése, kiszámítva az érintett nyugdíjkonstrukció-rendszerek nyugdíjas kedvezményezettjeinek a nyugdíjjövedelmében jelentkező csökkenést[iii].

A Bizottság e jelentés készítése során a 85. cikk (2) bekezdésének megfelelően konzultációt folytatott az Európai Értékpapír-piaci Hatósággal és az Európai Biztosítás- és Foglalkoztatóinyugdíj-hatósággal.

3. A KÖZPONTI SZERZŐDŐ FELEK ERŐFESZÍTÉSEI

3.1. A NYUGDÍJKONSTRUKCIÓ-RENDSZEREK REPOSZOLGÁLTATÁSA

Eddig csupán egyetlen központi szerződő fél tett értékelhető erőfeszítést arra, hogy megoldást dolgozzon ki a nem pénzbeli eszközöknek változóbiztosíték-lehívások teljesítése céljából történő elhelyezése tekintetében.

Az érintett központi szerződő fél aktívan dolgozik egy olyan szolgáltatáson (a továbbiakban: a nyugdíjkonstrukció-rendszerek reposzolgáltatása[iv]), amely megoldást jelenthetne a nyugdíjkonstrukció-rendszerek azon igényére, hogy nem pénzbeli eszközöket használhassanak fel a változóbiztosíték-lehívások készpénzszükségletének teljesítésére.

A javasolt szolgáltatás lehetővé tenné a nem kereskedő piaci résztvevők (köztük nyugdíjkonstrukció-rendszerek) egy korlátozott köre számára, hogy a repoügylet-kereskedési és -elszámolási szolgáltatásának tagjává váljon. A repoügyletek keretében az egyik fél elad egy eszközt (általában rögzített kamatozású értékpapírt) egy másik félnek, és kötelezettséget vállal az eszköz jövőbeni, egyeztetett áron történő visszavásárlására. Az eszköz biztosítékként szolgál és csökkenti a vevő eladóval kapcsolatos partnerkockázatát. A repoügyletek segítségével így a nyugdíjkonstrukció-rendszerek átalakíthatják meglévő nem pénzbeli eszközeiket a központi szerződő fél által a változóbiztosíték-lehívások teljesítéséhez igényelt készpénzzé, miközben hosszú távon megtartják az eszközök tulajdonjogát és – ami a legfontosabb – befektetési hozamát. A nyugdíjkonstrukció-rendszerek javasolt reposzolgáltatása keretében a nyugdíjkonstrukció-rendszerek repoügyleteket kötnének a kereskedési szolgáltatás más piaci résztvevőivel, a szokásos befektetéseik folyamán általuk már birtokolt értékpapírok felhasználásával. Ezen ügyletek végrehajtására a központi szerződő fél repokereskedési platformján kerülne sor, és elszámolásuk automatikusan az elszámolási szolgáltatásán keresztül történne. A repoügylet során szerzett készpénzt ezután el lehetne helyezni a központi szerződő félnél, a változóbiztosíték-lehívások teljesítésére. Maguknak a repoügyleteknek az elszámolására a központi szerződő félen keresztül kerülne sor, így a nyugdíjkonstrukció-rendszerek ezen ügylethez kapcsolódó partnerkockázatát csökkentené a központi szerződő fél.

Ez a szolgáltatás lehetővé tenné a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára, hogy repoügyleteket hajtsanak végre, miközben a pozíciók kezelése a központi szerződő félnél centralizálódna, és azáltal, hogy a repopartner helyett a központi szerződő féllel áll szemben, csökkenne a fennmaradó kétoldalú partnerkockázat a repoügyletekben.

Mivel a nyugdíjkonstrukció-rendszerek reposzolgáltatása még kidolgozás alatt áll, az ilyen szolgáltatás megvalósíthatóságának fontos kérdései még nyitottak. Amint azt a 4.3. szakasz később tovább részletezi, előfordulhat, hogy elégtelen a kétoldalú repopiacok kapacitása a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára ahhoz, hogy piaci stresszhelyzet esetén biztosítani tudja a központi szerződő fél általi változóbiztosíték-lehívások teljesítéséhez szükséges készpénz előteremtését. Meg kell tehát vizsgálni, hogy kialakulnak-e a nyugdíjkonstrukció-rendszerek által igényelt extra kapacitást biztosító elszámolt repopiacok. A repolikviditás banki nyújtóinak azon képessége,

hogy eltávolítsák ügyleteikből a kétoldalú kockázatokat és ehelyett a központi szerződő féllel álljanak szemben, alacsonyabb tőkeköltségeket eredményezhet, ami ösztönözheti a fokozott repoaktivitást. Mindazonáltal a repopiacok fejlődését rövid- és középtávon egyéb szabályozási tényezők is befolyásolhatják, többek között a Bázel III. szerinti szabályozási kezdeményezések, valamint a javasolt uniós pénzügyi tranzakciós adó, és a Pénzügyi Stabilitási Tanács által a repoügyletekre és az értékpapír-kölcsönzésre vonatkozóan létrehozott munkafolyamatnak megfelelően az eszközök kötelező haircut-jára vonatkozó lehetséges alapelvek. Lehetséges, hogy a repopiacok kevésbé lesznek vonzóak a likviditásnyújtók számára, és ennek eredményeként zsugorodhatnak.

Megkérdőjelezhető továbbá, hogy a változóbetét-lehívások készpénzben történő teljesítése során nehézségekbe ütköző minden – vagy akár a legtöbb – nyugdíjkonstrukció-rendszer képes-e igénybe venni ezt a szolgáltatást. A szolgáltatás résztvevői ugyanis egy speciális tagsági megállapodás keretében férnek csak hozzá a központi szerződő félhez, amely egy külön nemteljesítési alapba történő befizetésre kötelezi a nyugdíjkonstrukció-rendszert. Ezt a nemteljesítési alapot más hagyományos tagsági megállapodásoktól eltérően nem használnák fel más klíringtagok veszteségeinek fedezésére; ez csak magának a nyugdíjkonstrukció-rendszernek a potenciális nemteljesítése által okozott közvetlen veszteségeket fedezné. Ezért nincs kitéve a többi nemteljesítő klíringtag által okozott veszteségeknek. Mindazonáltal magában foglal egy további előzetes biztosítékra vonatkozó kötelezettségvállalást, amelyet esetleg nem tud tolerálni minden nyugdíjkonstrukció-rendszer és azok vezetői vagy vagyonkezelői.

Végezetül, a kidolgozás ezen szakaszában ismeretlenek a potenciális reposzolgáltatás igénybevételének a nyugdíjkonstrukció-rendszereket terhelő költségei. Lehetséges, hogy az elszámolt repoügyletek kötése magasabb költségekkel jár, mint a kétoldalú repoügyletek kötése. Ennek oka, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszereknek fenn kell tartaniuk a fent ismertetett nemteljesítési alapot, valamint fizetniük kell az ügylethez kapcsolódó elszámolási díjat. Ezenkívül a szolgáltatással való operatív összeköttetés felállítása, valamint a jogi megállapodások létrehozása végrehajtási költségeket jelent a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára.

Ez a potenciális rendszer még mindig kidolgozás alatt áll. Elindítására a tervek szerint 2015 első felében kerül sor. A Bizottság folytatja a szóban forgó központi szerződő féllel és a nyugdíjkonstrukció-rendszerekkel való együttműködést, amint a szolgáltatás megjelenik a piacon, hogy értékelje annak alkalmasságát a nyugdíjkonstrukció-rendszerek igényeinek kiszolgálására.

A Bizottság érdeklődéssel figyeli, hogy más központi szerződő felek ki tudnak-e dolgozni hasonló szolgáltatásokat.

Mivel a javasolt szolgáltatás még nem indult el, a Bizottság további lehetséges technikai megoldásokat keresett annak megállapítása érdekében, hogy léteznek-e

olyan más, a központi szerződő felek által hozható intézkedések, amelyek lehetővé tennék a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára, hogy nem pénzbeli eszközöket helyezzenek el a változóbiztosíték-lehívások teljesítésére. E lehetséges technikai megoldások ismertetésére a következőkben sor kerül. Az egyes lehetőségek megvalósíthatóságának értékelése a kapcsolódó jogi, kereskedelmi, szakpolitikai és gyakorlati akadályok, kapcsolódó kockázatok, és a nyugdíjkonstrukció-rendszereket valószínűleg terhelő azonosítható költségek figyelembevételével történik.

Az alaptanulmány azt is megvizsgálta, hogy létezhetnek-e alternatív megoldások a központi szerződő felek infrastruktúráján kívül, amelyekkel a nyugdíjkonstrukció-rendszerek központi elszámolást alkalmazhatnak anélkül, hogy az negatívan érintené a nyugdíjjövedelmeket. Ezek az alternatív megoldások szintén alább szerepelnek, megvalósíthatóságuk elemzésével együtt.

A technikai vagy alternatív megoldásokból eredő kockázatokat természetesen a központi elszámolás által biztosított rendszerszintű kockázatcsökkentés szintjéhez kell viszonyítani.

3.2. POTENCIÁLIS ALTERNATÍV MEGOLDÁSOK

i. A biztosíték központi szerződő fél általi átalakítása

Ez a megoldás a központi szerződő fél által a nyugdíjkonstrukció-rendszereknek kínált olyan reposzolgáltatás, amelyben a központi szerződő fél a repoügylet fő szerződő fele, aki értékpapírokért cserébe készpénzt biztosít a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára. Ebben az értelemben az alapkoncepció hasonló nyugdíjkonstrukció-rendszerek reposzolgáltatásához, amely a fentebb felvázoltak szerint a központi szerződő fél általi kidolgozás alatt áll. Mindazonáltal ez a potenciális megoldás nem feltételezi, hogy a központi szerződő fél szervezett repokereskedési platformot és kapcsolódó elszámolási szolgáltatást is tud kínálni.

Az érintett központi szerződő félnek ezzel egyidejűleg back-to-back repoügyletet kellene végrehajtania egy harmadik féllel a készpénz előteremtése érdekében. Ez a harmadik fél vagy a repopiac egy kereskedő bankja, vagy egy központi bank lenne.

Kérdéses, hogy egy olyan konstrukció, amelyben a központi bank a repoügylet egyetlen likviditásnyújtója, elfogadható-e az adott központi bank számára, így ez a gondolatmenet olyan megoldást feltételez, amelyben a központi szerződő fél a kereskedelmi bankokat veszi igénybe rendes körülmények között, és csak kedvezőtlen piaci helyzetben veszi igénybe a központi bankot.

Jelenleg nem minden központi szerződő fél rendelkezik rendszeres hozzáféréssel a központi bankok kereteihez. Bizonyos uniós központi szerződő felek hozzáférnek a napon belüli hitelekhez, és meghatározott feltételek mellett az egynapos hitelekhez. Ez

a hozzáférés azonban nem lehet alkalmas a repoügyleten alapuló standard biztosíték-átalakítási eszköz végrehajtására. Ehhez a központi szerződő félnek legalább az egynapos hitelekhez, sőt, a rövid lejáratú repoügyletek napi szintű megújításának elkerülése érdekében a hosszabb futamidejű hitelműveletekhez is hozzá kell férnie. Ezáltal megváltozna a központi szerződő felek és a központi bankok közötti gyakorlat, amit a központi bankoknak és érdekelt feleiknek gondosan mérlegelniük kell.

Ezzel a lehetséges megoldással emelkedne a központi szerződő felek kockázati szintje a repoügyletek volumene és az ebből következő partner- és piacikockázati kitettség tekintetében. Ez viszont a központi szerződő felek által jelentett rendszerkockázatot növelné.

További akadályt jelent többek között az, hogy a központi szerződő félnek be kell fektetnie a szükséges kereskedési és vagyongazdálkodási kapacitásba, valamint akadályt jelentenek a működési és jogi változások – leginkább a nemteljesítési eljárásai terén, amennyiben a nemteljesítő klíringtagot magukban foglaló repoügyleteket az érintett tőzsdén kívüli származtatott portfóliókkal egyidejűleg kell likviddé tenni.

ii. Nem pénzbeli eszközök közvetlen elfogadása a változó biztosíték átvevőinek történő továbbadással

Ebben az esetben a központi szerződő fél lehetővé tenné a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára, hogy olyan nem pénzbeli eszközök – például államkötvények – formájában helyezzenek el és vegyenek át változó biztosítékokat, amelyekkel már rendelkeznek. Ezeket az eszközöket aztán továbbadnák az ügylet in-the-money (nyereséges) szerződő felének.

A központi szerződő félnek azonos alapvető gazdasági feltételekkel rendelkező két párhuzamos termékcsomagot kell elszámolásra kínálnia – az egyiknél a változó biztosíték kifizetése és átvétele készpénzben, a másiknál az elhelyezése és átvétele meghatározott alkalmas értékpapírokban történne. Ez csökkentené a piaci likviditást, mivel valószínűsíthetően növekednének a kereskedési felárak, és csökkenne a központi szerződő fél nemteljesítő tagja pozíciójának áthelyezhetőségével vagy likviddé tételével kapcsolatos rugalmasság. Emellett a biztosíték-lehívásokat nem lehetne nettósítani a két termék között.

Az időben történő kiegyenlítés szintén alapvető akadályt képez e lehetőség megvalósíthatósága előtt. A változó biztosítékot nem készpénzben elhelyező résztvevőknek képeseknek kell lenniük arra, hogy az értékpapírokat ugyanazon a napon átruházzák a központi szerződő fél nevére, amelyen a biztosíték lehívása megtörténik. Ennek megvalósítása a gyakorlatban azonban nehéz lenne, mivel a központi értéktáraknál jelenleg nem általános gyakorlat az aznapi elszámolás. További nehézséget jelent, hogy az értékpapírokat csak átruházható egységekben lehet átváltani. Mivel a fizetendő és követelt változóbiztosíték-összegeket a központi szerződő fél pénzben kifejezett értékkel számítja ki, a központi szerződő félnek piaci

konvenciót kellene meghatároznia arról, hogy ezek az értékek hogyan konvertálandók a változó biztosíték fizetője által elhelyezni kívánt bármilyen értékpapír szállítandó mennyiségére, és ez kerekítési eltéréseket és készpénz-kiigazításokat eredményezne a központi szerződő fél és klíringtagjai között.

Az erről az oldalról szükséges operatív kapacitások biztosítása több millió euró további költséget jelentene a központi szerződő felek, a klíringtagok, a letétkezelők, az eszközkezelők és a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára.

A jogszerűség tekintetében az is kétséges, hogy az értékpapíroknak a változó biztosíték átvevőjéhez történő továbbadása megfelel-e egyes nyugdíjkonstrukció-rendszerek azon követelményének, hogy megtartsák az ellenőrzést az eszközeik felett.

iii. Nem pénzbeli eszközök elfogadása biztosítéki jog mellett a változó biztosíték átvevőinek történő továbbadással

A központi szerződő fél a ii. ponthoz hasonlóan ebben az esetben is lehetővé tenné a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára, hogy értékpapírok formájában helyezzék el a változó biztosítékot.

Mindazonáltal ahelyett, hogy az értékpapírokat továbbadná a változó biztosítékot követelő szerződő feleknek, a központi szerződő fél biztosítéki jogot hoz létre az elhelyezett értékpapírokra, a változó biztosíték átvevőjének javára.

E megoldás szerint a változóbiztosíték-lehívás teljesítésére elhelyezett eszközöket nem ruházzák át a változó biztosíték átvevőjére, és így a szerződésben rejlő kockázat valójában nem kerül kiegyenlítésre. Egyszerűen fennáll egy jogi követelés, amelynek értéke idővel változik. Nemteljesítés esetén a követelés értéke a likviddé tételig bizonytalan. E kiegészítő kockázat miatt a szerződést másként kellene árazni, ami költségesebbé tenné a hagyományos készpénzben kiegyenlített szerződésekhez képest, és ismét az elszámolt termékek kettéválásához vezet úgy, hogy kevesebb lenne a likviditás a nyugdíjkonstrukció-rendszerekre szabott termékben.

A jogi kockázat szintén akadályt jelent e megoldás esetében, hiszen a biztosítéki jogra EU-szerte nem mindig ugyanolyan jogi keretek alkalmazandók. Ez potenciálisan jogbizonytalansághoz vezet azt illetően, hogy mi történik nemteljesítés esetén.

iv. A változó biztosítékra vonatkozó biztosítéki joghoz kapcsolódó négyoldalú biztosíték

Ez az előző megoldás olyan változata, amelyben az értékpapírokat egy letétkezelőnél helyeznék el a közte, a nyugdíjkonstrukció-rendszer, az eredeti ügylet szerződő fele és a központi szerződő fél között létrejött megállapodás alapján.

Ez a megoldás lehetővé tenné a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára nem pénzbeli eszközök változó biztosítékként való elhelyezését anélkül, hogy készpénzzé kellene alakítania azokat. A biztosítékeszközöket ehelyett a szerződő fél javára szóló biztosítéki jog formájában nyújtanák. A nyugdíjkonstrukció-rendszer biztosítékkezelését egy letétkezelőhöz helyezné ki, a négy fél – a nyugdíjkonstrukció-rendszer, a szerződő fél, a központi szerződő fél és a letétkezelő – közötti formalizált kapcsolat keretében. A megoldás a már létező háromoldalú biztosítékkezelési szolgáltatásokra épül.

Ez a megoldás ugyanazokat a problémákat veti fel, mint az előző, mivel kiegyenlítés nélküli partnerkockázatot eredményez, ami ellentétes a változó biztosíték funkciójával, és gondot okozhat a klíringtagok, a szerződő felek és a szabályozók számára.

Ugyanúgy kettéválasztaná a termékeket, és likviditási és nettósítási komplikációkat okozna.

v.A klíringtagok általi biztosíték-átalakítás

A központi szerződő félnél megvalósuló technikai megoldás ezen első alternatívája a nyugdíjkonstrukció-rendszerek lehetősége arra, hogy a központi szerződő fél saját infrastruktúráján kívül, klíringtagjaikkal végrehajtott repoügyletek révén jussanak készpénzhez.

A tőzsdén kívüli származtatott ügyletek központi szerződő feleinek klíringtagjai általánosságban olyan banki csoportokhoz tartoznak, amelyek a repopiacon is aktívak. Ez azt jelenti, hogy a klíringtagok látszólag jól helyezkednek el ahhoz, hogy nyugdíjkonstrukció-rendszer ügyfeleiknek e célból reposzolgáltatást nyújtsanak anélkül, hogy új üzleti tevékenységbe fektetnének. Ilyen szolgáltatást harmadik fél bank is nyújthatna a nyugdíjkonstrukció-rendszereknek függetlenül azok kijelölt klíringközvetítőitől.

A kétoldalú repopiacok jelenlegi méretének kapacitása azonban valószínűleg nem elég annyi készpénz biztosításához, amennyire a nyugdíjkonstrukció-rendszereknek szükségük lenne változóbiztosíték-kötelezettségeik teljesítéséhez. Mindenesetre a repokereteket nem garantálnák a kereskedők és visszavonhatnák stresszhelyzet idején.

Az alaptanulmány megállapításai szerint (lásd különösen az 5.7.3. szakaszt) a repopiac azonban nem tudna megbirkózni a változóbiztosíték-lehívásokat teljes mértékben készpénzben teljesíteni kívánó nyugdíjkonstrukció-rendszerektől érkező, komoly (például 100 bázispontos) kamatlábváltozás miatti aggregált kereslettel, és a nyugdíjkonstrukció-rendszerek ennek eredményeként nem jutnának hozzá a változóbiztosíték-lehívások teljesítéséhez szükséges forrásokhoz, ha a kétoldalú repopiacra kellene támaszkodniuk. Ez a helyzet kifizetetlen biztosítéklehívásokat

eredményezne, amelyek miatt a nyugdíjkonstrukció-rendszerek nemteljesítővé válnának, és ez visszahatna a piacokra.

E megoldás alapján a nyugdíjkonstrukció-rendszer klíringközvetítője ki lenne téve a nyugdíjkonstrukció-rendszer nemteljesítésének, mivel szerződés kötelezheti arra, hogy nyugdíjkonstrukció-rendszer ügyfele nevében teljesítse a változóbiztosíték-lehívásokat. A klíringközvetítők általában felső szintű bankok, és így számottevő kockázatot jelentenek a szélesebb pénzügyi rendszer számára.

vi. Ügynöki értékpapír-kölcsönzés

Az ügynöki értékpapír-kölcsönzés modellje keretében a nyugdíjkonstrukció-rendszer saját portfóliójából értékpapírokat ad kölcsön harmadik feleknek, és a kölcsönvevőtől készpénz formájában kap biztosítékot, amelyet felhasználhat a változóbiztosíték-lehívások teljesítésére.

A értékpapír-kölcsönzést már számos nyugdíjkonstrukció-rendszer alkalmazza kialakult operatív és jogi konstrukciókon keresztül. Mindazonáltal a nyugdíjkonstrukció-rendszer kölcsönzési képessége attól függ, hogy a többi piaci szereplőnek szüksége van-e a kínált eszközök kölcsönvételére egy adott időpontban. A nyugdíjkonstrukció-rendszerek nem tudják befolyásolni, hogy a szerződő felek valójában akarnak-e értékpapírt kölcsönvenni, és mennyi időre. Az értékpapír-kölcsönzés ezért nem tekinthető a finanszírozás megbízható forrásának. Ahogyan a fenti megoldás esetében, itt is fennáll a kifizetetlen biztosítéklehívások esélye, ami potenciálisan a nyugdíjkonstrukció-rendszer klíringközvetítőjének nemteljesítéséhez vezethet.

vii. Nem pénzügyi szervezetek általi fedezett kölcsönzés

Az alaptanulmány megállapítja, hogy számos nagy vállalati szervezet rendelkezik jelenleg nagy készpénztartalékkal, és lehet érdekelt e tartalék fedezett kölcsönzésében.

Ezen alternatív lehetőség keretében a nyugdíjkonstrukció-rendszer repoügylet során értékpapírokat helyezne el és a vállalati szervezettől készpénzt kapna a visszavásárlással szembeni biztosítékként, hasonlóan az v. pontban felvázolt potenciális alternatív megoldáshoz.

Jelenleg nincs kialakult piaca a nyugdíjkonstrukció-rendszereknek történő fedezett vállalati kölcsönzésnek, így bár elméletben a vállalatoknak megvannak az eszközeik ahhoz, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszereknek készpénzt nyújtsanak a központi szerződő fél változóbiztosíték-lehívásainak teljesítésére, egy ilyen piac kapacitását és volatilitását lehetetlen felmérni. Ez az alternatíva kérdéseket vet fel azzal kapcsolatban, hogy egy ilyen piac létrehozása szabályozást igényelne-e, és milyen

hatása lenne ennek a költségekre és az elérhetőségre nézve. Ezért nem tekinthető megvalósítható alternatív lehetőségnek.

4. KÖVETKEZTETÉSEK

4.1. A KÖZPONTI SZERZŐDŐ FELEK ÁLTAL TETT ERŐFESZÍTÉSEK ÉS ELÉRT EREDMÉNYEK

Levonható a következtetés, hogy a 3. szakaszban azonosított megoldás, a nyugdíjkonstrukció-rendszerek javasolt reposzolgáltatása kivételével úgy tűnik, a központi szerződő felek nem tettek elegendő előrelépést a nem számlapénzben, változó biztosítékeszközként történő biztosítékeszköz-nyújtásra vonatkozó technikai megoldások kidolgozása érdekében. Úgy tűnik, a központi szerződő felek a 3.2. szakasz i–iv. pontjában elemzett, infrastruktúra alapú potenciális alternatív megoldások egyikét sem próbálják megvalósítani. Kijelenthetjük, hogy ennek okát az ebben a jelentésben azonosított akadályok képezik. Ettől függetlenül a központi szerződő feleknek továbbra is meg kell próbálniuk módot találni a potenciális alternatív megoldások végrehajtása előtt álló azonosított akadályok gyakorlati leküzdésére.

A megvalósítható megoldások azonosításában és kidolgozásában elért eredmények hiánya annak tudható be, hogy a megoldásokat eddig ki nem dolgozó központi szerződő felek jelenleg nem jól helyezkednek el ilyen szolgáltatások nyújtásához, mivel még nem működtetnek olyan kereskedési vagy elszámolási szolgáltatásokat a repopiacokon, amelyekre építeni lehetne a biztosíték-átalakítás megkönnyítése céljából. Az is feltételezhető, hogy a központi szerződő felek az elmúlt két-három évben arra összpontosították forrásaikat, hogy szolgáltatásaikat összhangba hozzák az EMIR újonnan alkalmazott követelményeivel, valamint az uniós és nemzetközi szabályozási reformok egyéb szempontjaival[v]. A központi szerződő felek jelentős forrásokat fordítottak az ügyfelek klíringmegoldásaira általánosságban, mivel az EMIR szerinti elszámolási kötelezettségek ki fognak terjedni a kis- és közepes méretű piaci szereplőkre is (beleértve a nyugdíjkonstrukció-rendszereket), akik nem képesek a közvetlen, klíringtagként történő elszámolásra. A technikai megoldások kidolgozására tett erőfeszítések hiánya tehát visszavezethető arra is, hogy a központi szerződő felek nem tudtak kiemelt figyelmet fordítani e terület új fejleményeire.

4.2 A SZÜKSÉGES INTÉZKEDÉSEK

A Bizottság tovább figyeli az érintett központi szerződő fél által javasolt repoalapú szolgáltatás alakulását annak felmérése érdekében, hogy fenntartják-e ezt az irányt és a várakozásoknak megfelelően zökkenőmentesen bevezetik-e a megoldást 2015-ben. E

javasolt szolgáltatás sikeres bevezetése a potenciálisan részt vevő nyugdíjkonstrukció-rendszerek folytatódó együttműködésétől is függ.

A Bizottság az érintett tőzsdén kívüli származtatott ügyleteket (kamatláb és/vagy infláció swapok) elszámoló más uniós központi szerződő felekkel is folyatja az együttműködést, hogy megvizsgálja, ezek a központi szerződő felek bevezethetnek-e hasonló megoldásokat. Mint fentebb megállapítottuk, ez függhet attól, hogy a többi központi szerződő fél képes-e repokereskedési és -elszámolási szolgáltatásokat és a tőzsdén kívüli származtatott ügyletek elszámolását egyaránt kínálni. Ettől függetlenül a Bizottság erősen ösztönöz minden uniós központi szerződő felet, hogy klíringtagjaival és a nyugdíjkonstrukció-rendszerekkel együttműködve folytassa annak mérlegelését, hogy hogyan lehet leküzdeni az ebben a jelentésben elemzett akadályokat olyan elszámolási megoldások megvalósítása érdekében, amelyek – akár önmagukban, akár kombinálva – biztosítani tudják a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára ahhoz szükséges kapacitást, hogy tőzsdén kívüli származtatott ügyleteiket központilag tudják elszámolni, és ez kisebb hatással legyen a hozamaikra. A megfelelő megoldással a nyugdíjkonstrukció-rendszerek akadályozó költségek nélkül folytathatják tőzsdén kívüli származtatott ügyleteiket, miközben szerződő feleik és a szélesebb pénzügyi rendszer számára biztosítottak a központi elszámolás előnyei.

A Bizottság azonban elismeri, hogy megoldás hiányában a nyugdíjkonstrukció-rendszerek végső soron arra kényszerülnek, hogy legkésőbb 2018. augusztustól készpénzzel helyettesítsék az értékpapírokat a potenciális változóbiztosíték-lehívások teljesítéséhez elegendő készpénztartalék fenntartása érdekében. Azt is figyelembe kell venni, hogy bár a potenciális alternatív megoldások egyike sem tűnik átfogóan kielégítő megoldásnak a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára, a biztosíték-átalakítás valamely kombinációjának használatára szükség lehet. A Bizottság arra is bátorítja az ágazatot, hogy mérjék fel, milyen hosszú távú finanszírozási lehetőségek (például fedezett kötvények vagy eszközfedezetű értékpapírok) állnának a nyugdíjkonstrukció-rendszerek rendelkezésére, amelyek önmagukban vagy kombinálva megbízhatóan kínálnának elegendő finanszírozási forrást, stressz idején is. Ismeretes, hogy az ilyen finanszírozási lehetőségek függhetnek attól, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszer meg tudja-e tartani a jogcímet és/vagy az ellenőrzést a készpénzre váltott értékpapírok felett, ezért rugalmasságra lenne szükség.

4.3. A SZÁRMAZTATOTT ÜGYLETEK KÖZPONTI ELSZÁMOLÁSÁNAK A JÖVŐBELI NYUGDÍJASOK NYUGDÍJELLÁTÁSÁT ÉRINTŐ POTENCIÁLIS NEGATÍV HATÁSA

Az elszámolási kötelezettség alóli mentesség hiányában a nyugdíjkonstrukció-rendszerek az általuk jellemzően birtokolt magasabb hozamú eszközök, például államkötvények helyett készpénztartalék tartására kényszerülnének. Ha továbbra is nem pénzbeli eszközöket tartanak és a nyílt repopiacokra támaszkodnak eseti alapon,

az nem nyújt kellő biztonságot. Amint az alaptanulmány is említi, ennek legnagyobb azonosítható akadálya az, hogy a jelenlegi kétoldalú repopiacok látszólag nem rendelkeznek elegendő likviditással ahhoz, hogy stresszhelyzet esetén is ki tudják elégíteni az uniós nyugdíjkonstrukció-rendszerek igényeit. Ez a következtetés az uniós államkötvénypiac elemzésén alapul. Az alaptanulmány szerint az aggregált változóbiztosíték-lehívás egy 100 bázispontos elmozdulásnál 204–255 milliárd EUR-t jelentene az uniós nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára. Ebből 98–123 milliárd EUR (82–103 milliárd GBP) egyesült királyságbeli nyugdíjkonstrukció-rendszerekhez kapcsolódna, és főként angol fontban lévő eszközökhöz kötődne, míg 106–130 milliárd EUR euróban (és esetleg más pénznemben) lévő eszközökhöz kapcsolódna.

Akkor is, ha a nyugdíjkonstrukció-rendszerek lennének e piacok kizárólagos aktív résztvevői, egy ilyen elmozdulás teljes változóbiztosíték-igénye meghaladná az egyesült királyságbeli gilt repopiacok látszólagos napi kapacitását, és valószínűleg meghaladná az uniós államkötvény-repopiac érintett – azaz elsősorban a német államkötvényekben lévő – részeinek kapacitását. A repolikviditás létezik egyéb kevésbé likvid, de magas minősítésű értékpapírokban, habár ezeknek az instrumentumoknak a piaca stressz idején nagyobb valószínűséggel szűkül.

A potenciális piaci mozgásokat fedező készpénztartalékok fenntartása csökkenti a rendszerhez tartozó nyugdíjasok javára tett befektetések általános hozamát, ami végső soron a nyugdíjkonstrukció-rendszerek által a kedvezményezetteknek nyugdíjjövedelemként kifizetett teljes összeget csökkenti.

Az alaptanulmány szerint a kétoldalú biztosítékadásról a központi szerződő félnél készpénzben elhelyezett változó biztosítékra való átállás költségei következésképpen a nyugdíjjövedelmeknek Hollandiában akár 3,1 %-os, az Egyesült Királyságban 2,3 %-os halmozott százalékos csökkenését tehetik ki 40 éves időtartam alatt. Az uniószerte 20–40 év alatt a nyugdíjjövedelmekre gyakorolt teljes hatás várhatóan akár a 3,66 %-ot is elérheti. Ez közvetlenül hozzárendelhető a befektetések hozamának amiatti csökkenéséhez, hogy a nem készpénz értékpapírok helyett készpénztartalékokat kell fenntartani.

Ez olyan jelentős hatás, amely valószínűleg az EU-ban mindenütt érinti a nyugdíjasokat, és amely aránytalannak tekinthető azon előnyökkel szemben, amelyeket jelenleg a nyugdíjkonstrukció-rendszerek elszámolási kötelezettsége hozna. Ez a következtetés figyelembe veszi azt, hogy az EMIR 11. cikkének (3) bekezdése szerinti jövőbeli kétoldalú biztosítéki követelmény alapján az ügyleteket mindenképp kétoldalú alapon kell biztosítékkal ellátni, ezáltal mind a bankok, mind a nyugdíjkonstrukció-rendszerek szempontjából csökken a partnerkockázat azon ügyletekben, amelyeknek szerződő felei.

Lehetséges, hogy e hatás skálájának felső végén elhelyezkedő nyugdíjkonstrukció-rendszerek úgy döntetnek, nem fedezik kötelezettségeiket, hogy fenntartsák kedvezményezettjeik nyugdíjjövedelmének jelenlegi szintjét. Ez a fedezetlen piaci

volatilitás következtében a befektetések veszteségeinek kockázatát eredményezi, ami ugyanúgy a nyugdíjjövedelmek csökkenéséhez vezetne.

Mindazonáltal meg kell jegyezni, hogy mivel a szabványosított tőzsdén kívüli származtatott ügyletek többsége központi elszámolás alá kerül, az el nem számolt ügyletek idővel kevésbé likviddé válhatnak. Ez önmagában szűkítené az elszámolt és az el nem számolt ügyletek közötti általános költségkülönbözetet a jövőben.

4.4. JAVASLAT FELHATALMAZÁSON ALAPULÓ JOGI AKTUSRA

A Bizottság úgy véli, hogy eddig az időpontig nem tették meg a szükséges erőfeszítéseket a megfelelő technikai megoldások kidolgozására, és a származtatott ügyletek központi elszámolásának a jövőbeli nyugdíjasok nyugdíjellátására gyakorolt negatív hatása változatlanul fennáll.

A Bizottság ezért javaslatot kíván tenni az EMIR 89. cikkének (1) bekezdésében említett hároméves időszaknak felhatalmazáson alapuló jogi aktus révén két évvel történő meghosszabbítására. A Bizottság tovább figyeli a helyzetet azon technikai megoldások tekintetében, amelyekkel a nyugdíjkonstrukció-rendszerek a központi szerződő felek változóbiztosíték-lehívásait nem pénzbeli eszközökkel is teljesíthetik, annak értékelése céljából, hogy ezt az időszakot meg kell-e hosszabbítani még egy évvel.

---

[i] Az EMIR 2. cikkének 10. pontjában meghatározottak szerint.

[ii] Az EMIR 89. cikkének (1) és (2) bekezdése alapján a mentesség csak azokra a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekre alkalmazandó, amelyek objektíven mérhető módon csökkentik a nyugdíjkonstrukció-rendszerek fizetőképességéhez közvetlenül kapcsolódó befektetési kockázatokat, és ha a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára nehézséget okoz a változó biztosítékra vonatkozó követelmények teljesítése.

iii Az alaptanulmány elérhető lesz az Európai Bizottság honlapján http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#maincontentSec2.

[iv] Meg kell jegyezni, hogy a kidolgozás alatt álló szolgáltatás nem korlátozódik a nyugdíjkonstrukció-rendszerekre, hanem a hasonló igényekkel rendelkező más piaci résztvevőknek is felkínálható.

[v] Számos uniós központi szerződő fél kapott engedélyt és működik harmadik országok joghatóságában.