EURÓPAI
BIZOTTSÁG

Brüsszel, 2022.6.9.
COM(2022) 254 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

Az európai piaci infrastruktúra-rendelet[1] (a továbbiakban: EMIR) a tőzsdén kívüli származtatott ügyletek bizonyos típusai tekintetében átmeneti mentességet biztosít a nyugdíjkonstrukció-rendszereket működtető szervezetek számára a központi elszámolási kötelezettség alól[2]. A mentességet a Bizottság 2012 óta több alkalommal is meghosszabbította[3]. A jelenlegi mentesség 2022. június 18-ig tart. A Bizottság felhatalmazáson alapuló jogi aktust fogadhat el, amelyben utolsó alkalommal, 2023 júniusáig meghosszabbíthatja a mentességet.

Ha a nyugdíjkonstrukció-rendszerek a tőzsdén kívüli származtatott ügyleteket kötelesek központi elszámoló félnél elszámolni, ez arra késztetheti őket, hogy eszközeik jelentős részét pénzeszközre vagy más nagy likviditású eszközökre – például bankbetétekre, pénzpiaci alapok befektetési jegyeire, repomegállapodásokra vagy hitelkeretekre – váltsák át annak érdekében, hogy „letétet"[4] tudjanak nyújtani a központi szerződő felek számára. Az elszámolási kötelezettség és a kapcsolódó biztosítéknyújtási követelmény[5] különösen arra vonatkozik, hogy elegendő pénzeszközt kell biztosítani a rendszeresen és rövid időn belül

[1] A 648/2012/EU rendelet (2012. július 4.) a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről, a központi szerződő felekről és a kereskedési adattárakról.

[2] Az EMIR 2. cikkének (10) bekezdése 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. Az EMIR 89. cikkének (1) bekezdése értelmében a mentesség azokra a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekre vonatkozik, amelyek objektíven mérhető módon csökkentik a nyugdíjkonstrukció-rendszerek fizetőképességéhez közvetlenül kapcsolódó befektetési kockázatokat.

[3] A mentességet a Bizottság legutóbb 2021 májusában hosszabbította meg a 648/2012/EU rendelet 89. cikke (1) bekezdésének első albekezdésében említett átmeneti időszak meghosszabbításáról szóló (EU) 2021/962 felhatalmazáson alapuló bizottsági rendelettel.

[4] A letét olyan biztosítékeszköz, amelyet a befektetőnek letétbe kell helyeznie. Az EMIR különbséget tesz az alapletét és a változó letét között. Az alapletét célja a jelenlegi és a lehetséges jövőbeli értékingadozások fedezése.

[5] A nyugdíjkonstrukció-rendszereket üzemeltető szervezetek elsődleges célja a nyugállományba vonulók nyugellátásának rendszerint életjáradék, esetenként időszakos vagy egyösszegű kifizetések formájában való biztosítása, ezért a maximális eredményesség és a lehető legnagyobb ügyfélhozamok érdekében jellemzően minimálisra csökkentik a pénzeszközben tartott forrásaik szintjét. Lásd a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről, a központi szerződő felekről és a kereskedési adattárakról szóló 648/2012/EU rendelet (26) preambulumbekezdését.

fedezendő változó letéthez[6]. Ezért fennáll a kockázata annak, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszerek – a tőzsdén kívüli származtatott ügyletek központi elszámolását idő előtt előíró rendelkezés következtében – eszközeik egy jelentős részét pénzeszközre váltják, hogy tőkepuffereket halmozzanak fel annak érdekében, hogy megfeleljenek a központi szerződő felek biztosítéki követelményeinek, ezáltal csökkentve a jövőbeli nyugdíjak fedezésére bevételt termelő befektetésekre elkülönített forrásokat. A rendelet végső célja azonban, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára a központi elszámolás a lehető leghamarabb kötelező legyen.

Az EMIR 85. cikkének (2) bekezdése értelmében a Bizottságnak éves jelentést kell kidolgoznia, amelyben értékeli, hogy dolgoztak-e ki a nyugdíjkonstrukció-rendszerek általi, számlapénzben és nem számlapénzben, változó biztosítékeszközként történő biztosítékeszköz-nyújtásra vonatkozó életképes technikai megoldásokat, valamint hogy szükség van-e e megoldások elterjedésének megkönnyítését célzó intézkedésekre. Ez a harmadik ilyen bizottsági jelentés, amely az eddig elért eredményeket mutatja be.

2. BEÉRKEZETT INFORMÁCIÓK

Az EMIR REFIT 2019. június 17-i hatálybalépése óta[7] különböző fórumokon zajlik a nyugdíjkonstrukció-rendszerek által a központi elszámolás megvalósítása terén elért előrehaladás nyomon követése. Az Európai Értékpapírpiaci Hatóságtól (a továbbiakban: ESMA), az Európai Bankhatóságtól (a továbbiakban: EBH), az Európai Biztosítás- és Foglalkoztatóinyugdíj-hatóságtól (a továbbiakban: EIOPA) és az Európai Rendszerkockázati Testülettől (a továbbiakban: ERKT), valamint a nyugdíjkonstrukció-rendszerekkel foglalkozó szakértői csoporton keresztül a piaci szereplőktől is érkeztek információk[8]. Az ESMA az EBH-val, az EIOPA-val és az ERKT-val együttműködve az EMIR-ben előírtaknak megfelelően e kérdés értékeléséről évente jelentést nyújtott be a Bizottságnak. A Bizottság 2020 áprilisában kapta meg az első jelentést[9]. A második jelentést[10] 2020 decemberében nyújtották be a Bizottságnak[11]. Az ESMA utolsó[12] jelentését 2022 januárjában küldték el a Bizottságnak.

---

[6] A változó letét a valamely fél által a fennálló szerződés piaci értékében bekövetkező változások tükrözése érdekében rendszeresen beszedett biztosítékeszköz. Mivel a változó letéti felhívásokat jellemzően rövid határidővel (pl. egynapos határidővel vagy akár az adott napon belül) kell teljesíteni, a likviditási pozíció központi szerepet játszik, lévén az e felhívások teljesítéséhez leggyakrabban használt eszköz a pénzeszköz.

[7] Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2019/834 rendelete a 648/2012/EU rendeletnek az elszámolási kötelezettség, az elszámolási kötelezettség felfüggesztése, a jelentéstételi kötelezettségek, a nem központi szerződő fél által elszámolt, tőzsdén kívüli származtatott ügyletekre vonatkozó kockázatcsökkentési technikák, a kereskedési adattárak nyilvántartásba vétele és felügyelete, valamint a kereskedési adattárakkal szembeni követelmények tekintetében történő módosításáról (EMIR REFIT).

[8] Az EMIR 85. cikkének (2) bekezdésében előírtak szerint az európai piaci infrastruktúra-rendelet 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.

[9] Central clearing solutions for pension scheme arrangements (Központi elszámolási megoldások a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára), Európai Értékpapírpiaci Hatóság, 2020. április 2., ESMA70-151-2823.

[10] Report on the central clearing solutions for pension scheme arrangements (No.2) (Jelentés a nyugdíjkonstrukció-rendszerek központi elszámolási megoldásairól) (2. sz.), Európai Értékpapírpiaci Hatóság, 2020. december 17., ESMA70-151-3248.

[11] Ugyanott. A részletekért lásd a 4. fejezetet (Nyilvános konzultáció). A második jelentés megállapításait széles körű nyilvános konzultáció támasztotta alá. A jelentésben összegyűjtötték az érdekelt felek véleményét, friss adatokat gyűjtöttek az európai nyugdíjkonstrukció-rendszerek portfólióiról, valamint a tőzsdén kívüli

A beérkezett információkat figyelembe véve a Bizottság eddig két jelentést[13,14] tett közzé, amelyekben értékelte a likviditási feltételeket, valamint megvizsgálta a nyugdíjalapokkal kapcsolatos különböző elszámolási megállapodásokat. A Bizottság e jelentésekben kifejtette a mentesség későbbi meghosszabbításával kapcsolatos érveket[15].

A 2022. januári jelentésben az ESMA arra a következtetésre jutott, hogy a terjedelmes második jelentésben szereplő részletes leírás, elemzés és megállapítások továbbra is érvényesek. Valószínűtlennek tartotta, hogy az érdekelt felek és a szabályozó szervek erőfeszítései ellenére létezik egyetlen megoldás a nyugdíjkonstrukció-rendszerek aggályainak kezelésére. Ehelyett olyan megoldásokat kellene ötvözni, amelyek megkönnyítik a likviditáshoz való hozzáférést, illetve enyhítenék az elszámolás lebonyolításával járó nyomást. A legutóbbi jelentés ezért annak értékelésére összpontosított, hogy működési szempontból mennyire állnak készen a nyugdíjkonstrukció-rendszerek a tőzsdén kívüli származtatott kamatügyleteik elszámolására. Az ESMA arra a következtetésre jutott, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszerek működési szempontból nagyrészt készen állnak erre, megjegyezve, hogy vegyes megoldások állnak a nyugdíjkonstrukció-rendszerek rendelkezésére, így az ESMA szerint ez kevésbé ad okot arra, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszereket másként kezeljék, mint a többi piaci szereplőt. Az ESMA továbbá rámutatott, hogy az elszámolás alóli mentesség meghosszabbítását az uniós elszámolási kapacitás kiépítésének és az uniós központi szerződő felek vonzereje növelésének tágabb összefüggésében kell vizsgálni, amelyhez e mentesség megszűnése is hozzájárulhat.

Mindazonáltal az ESMA szerint számos operatív megfontolás indokolná, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszereknek több időt biztosítsanak, mielőtt az elszámolási kötelezettség hatálya alá vonnák őket. Az ESMA különösen azt emelte ki, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszereknek és az érintett piaci szereplőknek időre van szükségük ahhoz, hogy véglegesítsék elszámolási és fedezetkezelési megállapodásaikat. Azt is hozzátette, hogy a Bizottság határozatát kellő időben közölni kell, hogy minden érintett félnek lehetősége legyen kiigazítani végrehajtási tervét. A fentiekre tekintettel az ESMA az elszámolás alóli mentesség további, 2023. június 19-ig való meghosszabbítását javasolta.

A Bizottság legutóbbi, 2021. májusi jelentése óta a nyugdíjkonstrukció-rendszerekkel foglalkozó szakértői csoport három alkalommal ülésezett. A résztvevők megerősítették, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszerek nagyrészt készen állnak az elszámolásra, elszámolási megállapodásokkal rendelkeznek és egyes ügyleteket önként elszámolnak. Ugyanakkor a nyugdíjkonstrukció-rendszerek hangsúlyozták, hogy a pénzeszközhöz való hozzáféréssel kapcsolatos alapvető probléma továbbra is fennáll. Ennek megoldása érdekében a nyugdíjkonstrukció-rendszerekkel foglalkozó szakértői csoport lehetséges likviditási megoldásként különösen az elszámolt repoügyleteket vitatta meg. A nyugdíjkonstrukció-rendszerek azonban megjegyezték, hogy bár ez a lépés jó irányba mutat, az elszámolt repopiacra való túlzott támaszkodás miatt szélsőséges piaci körülmények között fennmaradó likviditási kockázatnak lennének kitéve.

---

származtatott ügyleteket tartalmazó portfóliói esetében a központi elszámolásra való áttérés mennyiségi hatásairól.

[12] The clearing obligation for pension scheme arrangements (A nyugdíjkonstrukció-rendszerekre vonatkozó elszámolási kötelezettség), Európai Értékpapírpiaci Hatóság, 2022. január 25., ESMA70-451-110.

[13] COM (2020) 574 final.

[14] COM (2021) 224 final.

[15] Az első mentességet az EMIR 2018. augusztus 16-ig biztosította, majd az EMIR REFIT ezt 2021 júniusáig meghosszabbította, amely esetleg további egy–két évvel meghosszabbítható.

3. POLITIKAI KÖRNYEZET

Az Egyesült Királyság a származtatott ügyletek központi elszámolásának egyik fő központja, és továbbra is a klíring fontos helyszíne az uniós piaci szereplők számára, akik az évek során jelentős számú pozíciót építettek ki az egyesült királyságbeli központi szerződő feleknél. Számos uniós nyugdíjkonstrukció-rendszer jelenleg az Unióban és az Egyesült Királyságban egyaránt rendelkezik elszámolási megállapodásokkal, de az elemzések azt mutatják, hogy a klíring jellemzően nagyobb arányban történik az Egyesült Királyságban. Az Uniót érintő pénzügyi stabilitási kockázatok elkerülése érdekében a Bizottság 2020 szeptemberében egy eredetileg 2022 júniusáig[16] tartó, majd 2025. június 30-ig[17] meghosszabbított ideiglenes egyenértékűségi határozatot fogadott el a központi szerződő felek egyesült királyságbeli szabályozási és felügyeleti keretére vonatkozóan. Időközben a Bizottság arra ösztönözte az uniós piaci szereplőket, hogy csökkentsék az egyesült királyságbeli központi szerződő felekkel szembeni kitettségüket, mivel az ilyen mértékű kitettség kihívások elé állíthatja az uniós hatóságokat a pénzügyi stabilitás stresszhelyzetben való kezelése során.

A Bizottság 2021 januárjában létrehozott egy munkacsoportot az európai felügyeleti hatóságok, az ERKT, az EKB és az egységes felügyeleti mechanizmus részvételével, hogy felmérje a származtatott ügyletek elszámolásának az egyesült királyságbeli központi szerződő felektől az uniós központi szerződő felekhez történő áthelyezésével kapcsolatos lehetőségeket és kihívásokat. A csoport az érdekelt felek széles körével is kapcsolatba lépett, hogy kikérje véleményüket és információkat gyűjtsön. A csoporton belül folytatott megbeszélések megerősítették, hogy az egyesült királyságbeli központi szerződő felekkel szembeni kitettségek kockázatot jelentenek az EU számára. E kockázatokra az ESMA által a rendszerszintű harmadik országbeli központi szerződő felek tekintetében az EMIR 2.2 keretében[18] végzett, tavaly decemberben véglegesített[19] értékelés is rámutatott.

Ezért a hatékony és versenyképes elszámolási szolgáltatások támogatása érdekében a Bizottság 2022 második felében olyan intézkedéseket fog javasolni, amelyek az uniós központi szerződő feleket vonzóbbá teszik a piaci szereplők számára; e célból biztosítja, hogy az Unió vonzóbb és költséghatékonyabb elszámoló központ legyen, valamint a kapcsolódó kockázatok jobb kezelése érdekében megerősíti a központi szerződő felekre vonatkozó uniós felügyeleti keretet.

---

[16] A Bizottság (EU) 2020/1308 végrehajtási határozata a 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletnek megfelelően a Nagy-Britannia és Észak-Írország Egyesült Királyságában a központi szerződő felekre alkalmazandó szabályozási keretrendszer korlátozott idejű egyenértékűségének a megállapításáról.

[17] A Bizottság (EU) 2022/174 végrehajtási határozata a 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletnek megfelelően a Nagy-Britannia és Észak-Írország Egyesült Királyságában a központi szerződő felekre alkalmazandó szabályozási keretrendszer korlátozott idejű egyenértékűségének a megállapításáról.

[18] Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2019/2099 rendelete (2019. október 23.) a 648/2012/EU rendeletnek a központi szerződő felek engedélyezésére vonatkozó eljárások és az érintett hatóságok, valamint a harmadik országbeli központi szerződő felek elismerésére vonatkozó követelmények tekintetében történő módosításáról (HL L 322., 2019.12.12.).

[19] Az ESMA által az EMIR 25. cikkének (2c) bekezdése alapján készített értékelő jelentés a következő címen érhető el: https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-results-its-assessment-systemically-important-uk-central Az ESMA megállapította, hogy az LCH Ltd. által az euróban és lengyel zlotyban denominált származtatott kamatügyletek tekintetében nyújtott Swapclear szolgáltatás, valamint az ICE Clear Europe Ltd. euróban denominált termékeket érintő hitel-nemteljesítési csereügyletekkel és rövid lejáratú származtatott kamatügyletekkel kapcsolatos szegmensei az EU, illetve egy vagy több tagállam számára lényeges rendszerszintű jelentőséggel bírnak.

Ezzel összefüggésben a nyugdíjkonstrukció-rendszerekre vonatkozó mentesség megszüntetése segíthet fejleszteni az uniós likviditásállományt, ami további elszámolást vonzhat az Unióba.

4. AZ ELSŐ BIZOTTSÁGI JELENTÉSEK ÓTA TÖRTÉNT FEJLEMÉNYEK

Az elszámolási kötelezettség alóli ideiglenes mentességet azzal a céllal vezették be, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszereknek és más érintett piaci szereplőknek elegendő időt biztosítsanak a változó letétekkel kapcsolatos igények fedezéséhez szükséges likviditási források differenciálására, valamint a származtatott ügyletekből álló nagy portfóliók elszámolásához szükséges működési kapacitás fejlesztésére.

4.1. Likviditás

A nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára biztosított, elszámolás alóli ideiglenes mentesség azokat a hatásokat hivatott enyhíteni, amelyeket az elszámolási kötelezettség gyakorolna a pénzeszköz-allokációjukra. A nyugdíjkonstrukció-rendszerek legtöbbször azért alkalmaznak tőzsdén kívüli származtatott ügyleteket, mert nem kerül sor elegendő hosszú lejáratú, kiváló minőségű kötvény kibocsátására, és ez korlátozza azon képességüket, hogy megfelelően kezeljék a kamatkockázatokat[20]. Ez piaci stresszhelyzetekben aggodalomra ad okot a pénzeszközökhöz való hozzáféréssel kapcsolatban[21], hiszen ilyenkor megnövekednek a letéti felhívások, és a nyugdíjkonstrukció-rendszerek más piaci szereplőkkel versenyeznek a likviditásért.

A nyugdíjkonstrukció-rendszerek esetében a tőzsdén kívüli származtatott ügyletek bizonyos kategóriáinak központi elszámolására vonatkozó, EMIR szerinti kötelezettség bevezetése óta kedvezően alakultak a likviditási feltételek, sőt még az elmúlt változékony időszakokban is jól tartották magukat. A 2020. márciusi–áprilisi időszakot leszámítva, amikor a napi változó letéti felhívások jelentősen meghaladták az általában megfigyelhető átlagos forgalmat[22], a nyugdíjkonstrukció-rendszerek a letéti felhívások kapcsán nem küzdöttek likviditási problémákkal. 2020 márciusában a nyugdíjalapok által tartott magas likviditású eszközökhöz képest nagy összegű változó letétet fizettek ki, ami néhányuknál likviditási problémát okozott[23]. Ennek ellenére a nyugdíjalapok általában képesek voltak teljesíteni e kifizetéseket[24].

---

[20] Report to the European Commission on the central clearing solutions for pension scheme arrangements (No.2.) (Jelentés az Európai Bizottságnak a nyugdíjkonstrukció-rendszerek központi elszámolási megoldásairól) (2. sz.), Európai Értékpapírpiaci Hatóság, 2020. december 17., ESMA70-151-3248.

[21] Ezt az aggodalmat jól szemléltetik a változó letétek terén 2020 márciusában bekövetkezett jelentős ingadozások. 2020. március 11. és 23. között az európai biztosítótársaságoknak és nyugdíjalapoknak változó letétben további 50 milliárd EUR-t kellett fizetniük partnereiknek. Ennek több mint 90 %-át a holland biztosítótársaságok és nyugdíjalapok nyújtották, amelyek kivételesen nagy méretű és futamidejű portfóliókkal rendelkeznek. Forrás: „Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds” (A származékos piacok és a pénzpiaci alapok összekapcsolódása a biztosítótársaságokon és a nyugdíjalapokon keresztül), Európai Központi Bank, Pénzügyi stabilitási jelentés, 2020. november.

[22] „Review of margining practices” (A letétkezelési gyakorlatok felülvizsgálata) című konzultációs jelentés, Nemzetközi Fizetések Bankja, 2021. október.

[23] „Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds” (A származékos piacok és a pénzpiaci alapok összekapcsolódása a biztosítótársaságokon és a nyugdíjalapokon keresztül), Európai Központi Bank, 2020. november.

[24] Például a holland biztosítótársaságok és nyugdíjalapok által 2020 márciusában nyújtott összes változó letét a magas likviditású eszközállományuk mintegy 77 %-át érte el, bár e mögött valószínűleg rejlik némi heterogenitás. Forrás: „Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance

Piaci stresszhelyzetek idején a repopiac fontos likviditási forrássá válhat a vételi oldali szereplők, köztük a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára. Az elmúlt években a piaci szereplők aktívan részt vettek abban, hogy a repoügyletek elszámolásának ökoszisztémájában helyet biztosítsanak a nyugdíjkonstrukció-rendszerek és más szervezetek számára. Az Eurex, a német központi szerződő fél „közvetlen hozzáférési" modellt hozott létre az elszámoláshoz való hozzáférés megkönnyítése érdekében. Ez a repoügyletekre és a kamatcsereügyletekre egyaránt vonatkozik. Nemrégiben egy másik uniós elszámolóház[25] is felvett a kínálatába egy támogatott repoügylet-elszámolási modellt[26], ami további biztosítékátalakítási kapacitást jelent. E modellek várhatóan 2022 és 2023 folyamán még kiforrottabbak lesznek, így még jobban elterjednek majd az elszámolást támogató felek és a vételi oldali szereplők körében.

Ennek ellenére a nyugdíjkonstrukció-rendszerek továbbra is aggályaiknak adnak hangot a likviditási helyzetükkel kapcsolatban. Bár a likviditás eddig stabil maradt, a monetáris politika középtávú normalizálódásával[27] szűkülhet a likviditás, különösen az általános fedezet[28] piacán. A nyugdíjkonstrukció-rendszerek szerint ez ahhoz vezethet, hogy részvényekhez, vállalati kötvényekhez és államkötvényekhez hasonló eszközöket kell értékesíteniük. Ilyen körülmények között hanyatló piacon értékesítenének, és az ilyen eszközértékesítések még jobban lenyomhatják az egyébként is csökkenő eszközárakat.

A fentieken túl alternatív pénzforgalmi források is elérhetővé válhatnak. Például a TARGET2[29] és a T2S[30] működési idejének az év későbbi szakaszában történő meghosszabbítása segíthet annak biztosításában, hogy az euróban denominált repoeszközökből eredő finanszírozási ügyletek a letéti felhívások beérkezésekor elszámolhatók legyenek. Habár ezek az új hozzáférési modellek láthatólag inkább a nagy nyugdíjkonstrukció-rendszerek igényeinek felelnek meg, lehetővé teszik a bankok számára, hogy mérlegkapacitást szabadítsanak fel, ami akár a kisebb nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára is előnyös lehet. A nyugdíjkonstrukció-rendszerek azonban az elszámolt repoügyletek platformjához központi banki kapcsolat bevezetését kérik, hogy a központi bankok beavatkozhassanak a repopiacba, és készpénzszolgáltatóként léphessenek fel az elszámolt repügyleteket használó nyugdíjalapok (valamint más piaci szereplők) számára.

Mindazonáltal meg kell jegyezni, hogy sem az ESMA – három éves jelentésének egyikében sem –, sem a nyugdíjkonstrukció-rendszerrel foglalkozó szakértői csoport nem jelezte, hogy a

---

corporations and pension funds" (A származékos piacok és a pénzpiaci alapok összekapcsolódása a biztosítótársaságokon és a nyugdíjalapokon keresztül), Európai Központi Bank, Pénzügyi stabilitási jelentés, 2020. november.

[25] LCH RepoClear SA clears first euro repo by Sponsored Member, LCH sajtóközlemény, 2021. december 10.

[26] E modellek lehetővé teszik a vételi oldali cégek számára, hogy egy bank („elszámoló ügynök" vagy „támogató") segítségével férjenek hozzá az elszámoláshoz, ami jellemzően megkönnyítené a letéti kifizetéseket, az ügyletekhez pedig garanciaalapi hozzájárulásokat biztosítana.

[27] „Monetary policy in an uncertain world" (Monetáris politika egy bizonytalan világban), Ch. Lagarde, az Európai Központi Bank elnökének beszéde, Frankfurt am Main, 2022. március 17.

[28] Az általános fedezet az olyan értékpapír-kibocsátások összessége, amelyekkel a repopiacon azonos vagy nagyon hasonló repokamatláb mellett kereskednek. Ezek az értékpapírok tehát a repoügylet jelentős módosítása nélkül helyettesíthetők egymással. Az általános fedezetű repoügyletek piacának likviditása kulcsfontosságú a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára.

[29] A TARGET2 az eurorendszer tulajdonában lévő és általa működtetett valós idejű bruttó elszámolási rendszer. Az eurorendszer monetáris politikai műveleteihez kapcsolódó kifizetések, valamint bankok közötti és kereskedelmi ügyletek elszámolását végzi.

[30] A TARGET2-Securities (T2S) egy olyan közös platform, amelyen keresztül harmonizált szabályok és gyakorlatok alkalmazásával Európa-szerte értékpapírokat és pénzeszközöket lehet átutalni a befektetők között. Jelenleg 20 európai ország használja a T2S-t.

likviditási feltételek bármikor, akár 2020 tavaszán is olyan mértékben romlottak volna, ami tartósan veszélyeztette volna a nyugdíjkonstrukció-rendszerek letéti felhívások teljesítésével kapcsolatos képességét. Az államkötvényekkel és a repoügyletekkel kapcsolatos elszámolási szolgáltatások hasonlóképpen reziliensek és stabilak maradtak, ellentétben a kétoldalú repopiacon tapasztalt likviditással. A pénzpiaci alapok[31] még a központi banki intervenció előtt sem függesztették fel a visszaváltásokat, és a repopiac továbbra is működött, vagyis a nyugdíjkonstrukció-rendszerek továbbra is hozzáférhettek a likviditáshoz. Mindazonáltal stresszhelyzetben a nyugdíjkonstrukció-rendszerek közvetve részesülhetnek a sérülékeny piaci szegmensek támogatását célzó központi banki műveletekből, ahogy ez például 2020 márciusában és áprilisában is történt, amikor az EKB hitelezési eszközöket biztosított a bankok számára a pénzpiaci alapoktól való eszközvásárláshoz, vagy amikor a bizosítékot a fedezetlen banki kötvényekre is kiterjesztette[32].

4.2. Elszámolással kapcsolatos működési készenlét

A nyugdíjkonstrukció-rendszerek nagyrészt készen állnak az elszámolásra, amit azt jelenti, hogy elszámolási megállapodásokkal rendelkeznek és egyes ügyleteket önként elszámolnak. E megállapításokat az ESMA legutóbbi jelentése is megerősíti, amely szerint a nyugdíjkonstrukció-rendszerek az elszámolás tekintetében magas szintű működési készenlétet mutatnak[33].

Az ESMA elemzése szerint az ügyleteket elszámoló nyugdíjkonstrukció-rendszerek mintegy harmada az elmúlt évben kezdte meg az elszámolást. Némi különbség mutatkozik azonban a nyugdíjkonstrukció-rendszerek között (míg egyesek az ügyleteik túlnyomó többségét elszámolják, addig mások nagyon kevés ügyletet számolnak el vagy egyáltalán nem számolják el ügyleteiket), és az elszámolási tevékenység koncentráltnak tűnik (az elszámolt nominális érték mintegy 70 %-a mindössze 5 nyugdíjkonstrukció-rendszernek tudható be). Ami az elszámolás százalékos arányát illeti, az elemzés szerint a nyugdíjkonstrukció-rendszerek által kereskedett nominális érték mintegy 25 %-át (az ügyletek számát tekintve 40 %-át) számolják el. Míg azonban a három legnagyobb nyugdíjkonstrukció-rendszer jellemzően az ügyleteik átlagosan 25 %-át, de legfeljebb 25–30 %-át számolja el, addig a közepes és kisebb nyugdíjkonstrukció-rendszerek az ügyleteik 0–100 %-át számolják el.

A nyugdíjkonstrukció-rendszerek által elszámolt csereügyleteket érintő elszámolási tevékenység Eurex és LCH Ltd. közötti egyensúlya – a teljes elszámolt volument tekintve – azonban ugyanolyan arányú, mint a piac többi részén, azaz az LCH Ltd. továbbra is meghatározó piaci részesedéssel rendelkezik. Az elszámolási megállapodások tekintetében azonban már más a helyzet. A 8 milliárd EUR összegű kezdeti biztosítéki határérték feletti nyugdíjkonstrukció-rendszereket tekintve az elemzés hasonló százalékos arányt mutat azon nyugdíjkonstrukció-rendszerek tekintetében, amelyek legalább egy ügyletet az Eurexnél (76 %) és egy ügyletet az LCH Ltd-nél (80 %) számolnak el. Ez azt jelentené, hogy a nagyobb nyugdíjkonstrukció-rendszerek – amelyeket valószínűleg a leginkább érint az elszámolási kötelezettség – túlnyomó többsége rendelkezik olyan megállapodásokkal, amelyek alapján valamelyik központi szerződő félnél elszámolást végezhetnek. Az ESMA számításai szerint

[31] A pénzpiaci alapok likvid, rövid lejáratú (jellemzően legfeljebb 1 éves futamidejű) eszközökbe fektetnek be. Ezek az alapok alacsony kockázatot kínálnak a befektetők számára, illetve szükség esetén lehetőséget biztosítanak számukra a likviditás lehívásához (a tőke kivonásához).

[32] „EU money market fund regulation – legislative review” (A pénzpiaci alapokról szóló uniós rendelet – jogalkotási felülvizsgálat), Európai Értékpapírpiaci Hatóság, 2021. március 26., ESMA34-49-309.

[33] E megállapításokat az Európai Bizottság szakértői csoportjának 2021. december 14-i ülésén ismertették és vitatták meg, és a felszólaló résztvevők megerősítették, hogy ugyanezeket a tendenciákat figyelték meg.

31 uniós nyugdíjkonstrukció-rendszert érintene az EMIR szerinti elszámolási kötelezettség, mivel azok meghaladnák az elszámolási értékhatárokat[34]. E nyugdíjkonstrukció-rendszerek túlnyomó többsége (80 %) legalább egy ügyletet már elszámolt, még ha nem is feltétlenül a teljes származtatottügylet-portfólióját, és így rendelkezik valamilyen elszámolási megállapodással. A majd 2022 folyamán benyújtandó, elszámolásra vonatkozó bizottsági stratégia kidolgozásának célja, hogy az Unióban növeljék az elszámolás vonzerejét.

Végezetül fontos kiemelni, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszerek – növekvő működési felkészültségük ellenére – aggodalmukat fejezték ki azzal kapcsolatban, hogy elegendő kapacitás áll-e rendelkezésre az elszámolási kötelezettség alá tartozó összes származtatott ügyletük elszámolására. Jelezték, hogy az elszámolási kamatláb jelenlegi szintről való megemelése kihívást jelenthet a klíringtagok korlátozott számából vagy az esetleges elszámolási korlátaikból fakadó korlátozott elszámolási kapacitás szempontjából.

5. KÖVETKEZTETÉS

A központi elszámolás alóli jelenlegi mentesség 2022. június 18-án jár le. Az EMIR REFIT lehetővé teszi a Bizottság számára, hogy ezt az ideiglenes mentességet utoljára 2023. június 18-ig meghosszabbítsa, amennyiben arra a következtetésre jut, hogy a piaci szereplőknek több időre van szükségük a megfelelő technikai megoldások továbbfejlesztéséhez és elfogadásához, valamint a származtatott ügyletek központi elszámolása változatlanul kedvezőtlen hatással van a nyugdíjjövedelmekre.

A Bizottság elemzéséből kiderül, hogy folyamatosan javulnak a nyugdíjkonstrukció-rendszerek likviditási feltételei, a központi elszámoláshoz való hozzáférés, illetve a biztosítékok átalakítása tekintetében pedig számos modell született. Jóllehet nem sikerült egységes megoldást találni arra, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszerek piaci stresszhelyzetben letétet nyújthassanak a központi szerződő feleknek, számos olyan eszköz létezik, amely különböző piaci körülmények között, többek között stresszhelyzetben is lehetővé teszi a nyugdíjalapok számára a hatékony elszámolást.

A rendelkezésre álló megoldások teljes körű kihasználása érdekében az EGT-nyugdíjalapoknak meg kell erősíteniük az elszámolásra és a likviditás- és fedezetkezelésre szolgáló működési kapacitásukat. Az ESMA által benyújtott elemzésből kiderült, hogy az elszámoló nyugdíjkonstrukció-rendszerek száma folyamatosan növekszik, de az ágazaton belül eltérő a felkészültség szintje. Ezért a nyugdíjkonstrukció-rendszereknek és a központi szerződő felek klíringtagjainak több időre lenne szükségük ahhoz, hogy véglegesítsék azokat a megállapodásokat, amelyek nélkülözhetetlenek a hatályuk alá tartozó összes szerződés elszámolásához. Időre van szükség a nyugdíjkonstrukció-rendszerek likviditási felkészültségének kezeléséhez is, mivel a jelek szerint nem mindegyikük rendelkezik megfelelő likviditáskezeléssel. A nyugdíjkonstrukció-rendszerek nagyobb piacaival rendelkező tagállamok illetékes nemzeti hatóságai jelezték, hogy a helyzet javítása érdekében felügyeleti kezdeményezéseket vezettek be[35]. Végezetül az elszámolásra vonatkozó bizottsági stratégia majd fokozza az uniós székhelyű elszámolóházakon belüli aktivitást, a

[34] Az EMIR REFIT a kis pénzügyi szerződő feleket olyan jogalanyként határozta meg, amelyek tőzsdén kívüli származtatott ügyletek piacain folytatott tevékenységének volumene túl kicsi ahhoz, hogy jelentős rendszerszintű kockázatot jelentsen. Ezek a szerződő felek mentesülnek az elszámolási kötelezettség alól, de a rendszerszintű kockázatok csökkentése érdekében továbbra is a biztosítékeszközök cseréjére vonatkozó követelmény hatálya alá kell tartozniuk. Lásd az EMIR REFIT (7) preambulumbekezdését és 4. cikkének a) pontját.

[35] The clearing obligation for pension scheme arrangements (A nyugdíjkonstrukció-rendszerekre vonatkozó elszámolási kötelezettség), Európai Értékpapírpiaci Hatóság, 2022. január 25., ESMA70-451-110, 26. bekezdés.

nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára nagyobb hozzáférést biztosítva a versenyképes és hatékony elszámolási szolgáltatásokhoz.

Végeredményben 2019 óta jelentős előrelépés történt a nyugdíjkonstrukció-rendszerek központi elszámolása terén, beleértve azt is, hogy néhány nyugdíjkonstrukció-rendszer önkéntes alapon részben áttért a központi klíringre. Mindazonáltal további operatív lépésekre van szükség. Az uniós központi szerződő feleknek különösen arra kellene felhasználniuk a rendelkezésre álló időt, hogy továbbfejlesszék az egyszerűsített hozzáférési és a biztosítékátalakítási modellt, hogy növeljék vonzerejüket a nyugdíjkonstrukció-rendszerek, különösen a kisebb nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára, amelyek jelenleg láthatólag vonakodóbbak a klíringgel szemben. Ugyanakkor a nyugdíjalapoknak biztosítaniuk kell, hogy szervezeti szinten megfelelő szakértelemmel és kapacitásokkal rendelkezzenek a származtatottügylet-portfólióik elszámolásának kezeléséhez. Ezen okok miatt a Bizottság utolsó alkalommal egy évvel meghosszabbítja a nyugdíjkonstrukció-rendszerek elszámolás alóli mentességét. A nyugdíjkonstrukció-rendszereknek 2023. június 19-től az EMIR értelmében elszámolási kötelezettségük lesz.