KOMISJA
EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 9.6.2022 r.
COM(2022) 254 final

SPRAWOZDANIE KOMISJI DLA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY

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

SPRAWOZDANIE KOMISJI DLA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY

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

1. WPROWADZENIE

W rozporządzeniu w sprawie infrastruktury rynku europejskiego[1] (EMIR) zawarto czasowe zwolnienie podmiotów prowadzących systemy programów emerytalnych z obowiązku rozliczania centralnego w odniesieniu do niektórych rodzajów instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym[2]. Od 2012 r. zwolnienie to było kilkakrotnie przedłużane[3]. Obecnie ma ono zastosowanie do 18 czerwca 2022 r. Komisja może przyjąć akt delegowany przedłużający zwolnienie po raz ostatni do czerwca 2023 r.

Nałożenie na systemy programów emerytalnych wymogu rozliczania kontraktów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym u kontrahenta centralnego (CCP) mogłoby doprowadzić do sytuacji, w której przekształciłyby one znaczną część swoich aktywów w gotówkę lub inne aktywa o wysokiej płynności, takie jak depozyty bankowe, jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego, umowy z udzielonym przyrzeczeniem odkupu lub linie kredytowe, aby móc zapewnić „depozyt zabezpieczający”[4] kontrahentowi centralnemu. Obowiązek rozliczania i związany z nim wymóg dotyczący wniesienia depozytu zabezpieczającego[5] odnoszą się w szczególności do potrzeby zapewnienia wystarczającej ilości środków pieniężnych na potrzeby zmiennego depozytu

[1] Rozporządzenie (UE) nr 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji.

[2] Zgodnie z art. 2 pkt 10 EMIR systemy programów emerytalnych obejmują instytucje pracowniczych programów emerytalnych zdefiniowane w art. 6 lit. a) dyrektywy 2003/41/WE, działalność instytucji w zakresie pracowniczych programów emerytalnych na podstawie art. 3 tej dyrektywy, działalność zakładów ubezpieczeń w zakresie pracowniczych programów emerytalnych objętą dyrektywą 2002/83/WE (w określonych okolicznościach), a także inne uprawnione i nadzorowane podmioty lub systemy działające na szczeblu krajowym, których podstawowym celem jest zapewnianie świadczeń emerytalnych. Zgodnie z art. 89 ust. 1 EMIR zwolnienie ma zastosowanie do instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, co do których można obiektywnie stwierdzić za pomocą pomiarów, że redukują ryzyka inwestycji bezpośrednio związane z wypłacalnością finansową systemów programów emerytalnych.

[3] Ostatnio zwolnienie przedłużono w maju 2021 r. rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2021/962 przedłużającym okres przejściowy, o którym mowa w art. 89 ust. 1 akapit pierwszy rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012.

[4] Depozyt zabezpieczający jest zabezpieczeniem, które ma obowiązek wnieść inwestor. W EMIR rozróżnia się początkowe i zmienne depozyty zabezpieczające. Celem depozytu zabezpieczającego jest pokrycie bieżących i możliwych przyszłych wahań wartości.

[5] Podmioty prowadzące systemy programów emerytalnych, których zasadniczym celem jest zapewnianie świadczeń emerytalnych, na ogół w postaci dożywotnich wypłat, ale również w postaci wypłat realizowanych przez określony czas lub jako płatności jednorazowe, zwykle minimalizują swoje alokacje gotówkowe, aby zmaksymalizować efektywność i zyski dla ubezpieczonych. Zob. rozporządzenie (UE) nr 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji, motyw 26.

zabezpieczającego[6], który musi być pokrywany regularnie i w krótkim terminie. Istnieje zatem ryzyko, że nałożenie na systemy programów emerytalnych wymogu centralnego rozliczania kontraktów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym doprowadziłoby do zamiany znacznej części ich aktywów na gotówkę w celu utworzenia buforów kapitałowych służących spełnieniu możliwych wymogów kontrahentów centralnych w zakresie depozytów zabezpieczających, co z kolei ograniczyłoby zasoby przeznaczone na inwestycje generujące dochód na pokrycie przyszłych emerytur. Ostatecznym celem rozporządzenia pozostaje jednak jak najszybsze rozliczanie centralne w przypadku systemów programów emerytalnych.

W art. 85 ust. 2 EMIR wymaga się, aby Komisja sporządzała roczne sprawozdania oceniające, czy opracowano wykonalne rozwiązania techniczne służące przenoszeniu przez systemy programów emerytalnych zabezpieczeń gotówkowych i niegotówkowych jako zmiennego depozytu zabezpieczającego, jak również czy konieczne są środki ułatwiające wprowadzenie tych rozwiązań. Niniejsze sprawozdanie jest trzecim sprawozdaniem Komisji i przedstawiono w nim dotychczasowe postępy.

2. OTRZYMANE INFORMACJE

Od wejścia w życie EMIR znowelizowanego w ramach programu REFIT 17 czerwca 2019 r.[7] na różnych forach trwają prace nad monitorowaniem postępów w zakresie rozliczania centralnego przez systemy programów emerytalnych. Informacje otrzymano od Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA), Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego (EUNB), Europejskiego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (EIOPA) oraz Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ERRS), a także od uczestników rynku za pośrednictwem grupy ekspertów ds. systemów programów emerytalnych[8]. ESMA, we współpracy z EUNB, EIOPA i ERRS, przedkładał Komisji roczne sprawozdania oceniające omawianą kwestię, zgodnie z wymogami EMIR. Komisja otrzymała pierwsze sprawozdanie[9] w kwietniu 2020 r. Drugie sprawozdanie[10] przedłożono Komisji w grudniu 2020 r.[11] Ostatnie sprawozdanie[12] ESMA przesłano Komisji w styczniu 2022 r.

[6] Zmienny depozyt zabezpieczający jest zabezpieczeniem pobieranym regularnie przez stronę w celu uwzględnienia zmian wartości rynkowej nierozliczonego kontraktu. Ponieważ wezwania do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego muszą być zazwyczaj realizowane w krótkim terminie (np. przez noc lub nawet śródziennie), pozycja gotówkowa odgrywa zasadniczą rolę, jako że środki pieniężne są instrumentem najczęściej wykorzystywanym do realizacji tych wezwań.

[7] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/834 zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 w odniesieniu do obowiązku rozliczania, zawieszania obowiązku rozliczania, wymogów dotyczących zgłaszania, technik ograniczania ryzyka związanego z kontraktami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które nie są rozliczane przez kontrahenta centralnego, rejestracji repozytoriów transakcji i nadzoru nad nimi, a także wymogów dotyczących repozytoriów transakcji (EMIR znowelizowane w ramach programu REFIT).

[8] Zgodnie z wymogami określonymi w art. 85 ust. 2 EMIR Komisja Europejska powołała grupę ekspertów, obejmującą przedstawicieli CCP, uczestników rozliczających, systemów programów emerytalnych i innych odpowiednich stron, w celu monitorowania ich działań i oceny postępów w poszukiwaniu wykonalnych rozwiązań technicznych.

[9] „Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements" [„Rozwiązania w zakresie rozliczania centralnego dla systemów programów emerytalnych"], 2 kwietnia 2020 r., ESMA70-151-2823.

[10] „Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements" (No. 2) [„Sprawozdanie dotyczące rozwiązań w zakresie rozliczania centralnego dla systemów programów emerytalnych" (nr 2)], 17 grudnia 2020 r., ESMA70-151-3248.

Komisja opublikowała z uwzględnieniem otrzymanych informacji dwa sprawozdania[13,14], w których oceniła dotychczas warunki dotyczące płynności, a także zbadała różne uzgodnienia rozliczeniowe funduszy emerytalnych. W sprawozdaniach przedstawiono argumenty dotyczące kolejnych przedłużeń zwolnienia[15].

W sprawozdaniu ze stycznia 2022 r. ESMA stwierdził, że opis, analiza i ustalenia wyszczególnione w obszernym drugim sprawozdaniu są nadal aktualne. Uznano w nim za mało prawdopodobne, aby pomimo działań podejmowanych przez zainteresowane strony i organy regulacyjne istniało jedno rozwiązanie problemów dotyczących systemów programów emerytalnych. Należy raczej dążyć do połączenia rozwiązań ułatwiających dostęp do płynności lub łagodzących presję na dokonywanie rozliczeń. W ostatnim sprawozdaniu skoncentrowano się zatem na ocenie stopnia gotowości operacyjnej systemów programów emerytalnych do rozliczania instrumentów pochodnych opartych na stopie procentowej i będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym. ESMA stwierdził, że z operacyjnego punktu widzenia systemy programów emerytalnych są w dużej mierze gotowe, zauważając, że możliwość zastosowania połączenia rozwiązań dostępnych dla systemów programów emerytalnych sprawia, iż traktowanie systemów programów emerytalnych inaczej niż innych uczestników rynku jest mniej uzasadnione. Ponadto ESMA zwrócił uwagę, że przedłużenie zwolnienia z obowiązku rozliczania należy rozpatrywać w szerszym kontekście budowania zdolności rozliczeniowych w UE i zwiększania atrakcyjności CCP z UE, do czego może przyczynić się również zakończenie tego zwolnienia.

Zdaniem ESMA szereg względów operacyjnych uzasadniałby jednak przyznanie systemom programów emerytalnych więcej czasu przed nałożeniem na nie obowiązku rozliczania. W szczególności ESMA podkreślił, że systemy programów emerytalnych i odpowiedni uczestnicy rynku potrzebują czasu na sfinalizowanie swoich uzgodnień dotyczących rozliczania i zarządzania zabezpieczeniami. Dodał również, że decyzja Komisji musi zostać podana do wiadomości z odpowiednim wyprzedzeniem, aby umożliwić wszystkim zainteresowanym stronom dostosowanie swoich planów wdrożenia. W związku z powyższym ESMA zalecił dalsze przedłużenie zwolnienia z obowiązku rozliczania do 19 czerwca 2023 r.

Od czasu ostatniego sprawozdania Komisji z maja 2021 r. grupa ekspertów ds. systemów programów emerytalnych odbyła trzy posiedzenia. Ich uczestnicy potwierdzili, że systemy programów emerytalnych są w dużej mierze gotowe do rozliczania, posiadają uzgodnienia rozliczeniowe i rozliczają niektóre transakcje dobrowolnie. Jednocześnie systemy programów emerytalnych podkreśliły, że podstawowa kwestia dostępu do środków pieniężnych nadal pozostaje istotna. Aby zająć się tą kwestią, grupa ekspertów ds. systemów programów emerytalnych omówiła w szczególności rozliczane transakcje repo jako potencjalne rozwiązanie w zakresie płynności. Systemy programów emerytalnych zauważyły jednak, że

---

[11] Tamże, w celu zapoznania się ze szczegółowymi informacjami zob. rozdział 4 „Konsultacje publiczne". Ustalenia zawarte w drugim sprawozdaniu zostały poparte szerokimi konsultacjami publicznymi. Zgromadzono w ich ramach opinie zainteresowanych stron oraz zaktualizowano dane na temat portfeli europejskich systemów programów emerytalnych i na temat skutków ilościowych objęcia rozliczaniem centralnym ich portfeli instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym.

[12] „The clearing obligation for pension scheme arrangements" [„Obowiązek rozliczania w odniesieniu do systemów programów emerytalnych"], 25 stycznia 2022 r., ESMA70-451-110.

[13] COM (2020) 574 final.

[14] COM (2021) 224 final.

[15] Pierwotne zwolnienie przewidziano w EMIR do 16 sierpnia 2018 r., natomiast w EMIR znowelizowanym w ramach programu REFIT przewidziano jego przedłużenie do czerwca 2021 r., które potencjalnie może zostać rozszerzone na kolejny rok lub dwa.

chociaż jest to krok we właściwym kierunku, nadmierne poleganie na rynku rozliczanych transakcji repo sprawiłoby, że w skrajnych okolicznościach rynkowych systemy programów emerytalnych byłyby narażone na rezydualne ryzyko utraty płynności.

3. KONTEKST POLITYCZNY

Zjednoczone Królestwo jest kluczowym ośrodkiem centralnego rozliczania instrumentów pochodnych i pozostaje istotną lokalizacją na potrzeby prowadzenia rozliczeń przez uczestników rynku UE, którzy z biegiem lat zgromadzili znaczną liczbę pozycji u kontrahentów centralnych ze Zjednoczonego Królestwa. Wiele unijnych systemów programów emerytalnych dysponuje obecnie uzgodnieniami rozliczeniowymi zarówno w UE, jak i w Zjednoczonym Królestwie, ale z analizy wynika, że w Zjednoczonym Królestwie rozliczana jest zazwyczaj większa część transakcji. Aby uniknąć zagrożeń dla stabilności finansowej UE, we wrześniu 2020 r. Komisja przyjęła decyzję w sprawie tymczasowego uznania równoważności ram prawnych, obejmującą ramy regulacyjne i nadzorcze Zjednoczonego Królestwa odnoszące się do CCP, początkowo obowiązującą do czerwca 2022 r.[16], a następnie przedłużoną do 30 czerwca 2025 r.[17] W międzyczasie uczestnicy rynku z UE zostali wezwani do ograniczenia swoich ekspozycji wobec CCP ze Zjednoczonego Królestwa, ponieważ zakres takich ekspozycji może utrudniać organom UE zarządzanie stabilnością finansową w przypadku wystąpienia warunków skrajnych.

W styczniu 2021 r. Komisja powołała grupę roboczą, w skład której weszły europejskie urzędy nadzoru, ERRS, EBC i Jednolity Mechanizm Nadzorczy, aby ocenić możliwości i wyzwania związane z przeniesieniem rozliczania instrumentów pochodnych ze Zjednoczonego Królestwa do CCP z UE. Grupa kontaktowała się również z szeregiem zainteresowanych stron w celu zgromadzenia opinii i uwag. Dyskusje na jej forum potwierdziły ryzyko dla UE wynikające z ekspozycji wobec CCP ze Zjednoczonego Królestwa. Ryzyko to podkreślono również w ocenie CCP o znaczeniu systemowym z państw trzecich przeprowadzonej przez ESMA w ramach EMIR 2.2[18], zakończonej w grudniu ubiegłego roku[19].

W związku z tym, aby wspierać skuteczne i konkurencyjne usługi rozliczeniowe, w drugiej połowie 2022 r. Komisja przedstawi środki mające na celu zwiększenie atrakcyjności CCP z UE dla uczestników rynku w drodze uczynienia UE atrakcyjniejszym i oszczędniejszym ośrodkiem rozliczeniowym oraz wzmocnienia unijnych ram nadzorczych dotyczących CCP w celu lepszego zarządzania powiązanym ryzykiem.

---

[16] Decyzja wykonawcza Komisji (UE) 2020/1308 stwierdzająca, na ograniczony okres, że ramy regulacyjne mające zastosowanie do kontrahentów centralnych w Zjednoczonym Królestwie Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej są równoważne zgodnie z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012.

[17] Decyzja wykonawcza Komisji (UE) 2022/174 stwierdzająca, na ograniczony okres, że ramy regulacyjne mające zastosowanie do kontrahentów centralnych w Zjednoczonym Królestwie Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej są równoważne zgodnie z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012.

[18] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2099 z dnia 23 października 2019 r. zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 w odniesieniu do procedur i organów związanych z udzielaniem zezwolenia CCP oraz wymogów dotyczących uznawania CCP z państw trzecich, Dz.U. L 322 z 12.12.2019.

[19] Sprawozdanie oceniające ESMA na podstawie art. 25 ust. 2c EMIR dostępne jest pod adresem: https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-results-its-assessment-systemically-important-uk-central. ESMA uznał, że usługa Swapclear świadczona przez LCH Ltd w zakresie instrumentów pochodnych na stopę procentową denominowanych w euro i w złotych polskich oraz segmenty swapów ryzyka kredytowego i instrumentów pochodnych na krótkoterminową stopę procentową ICE Clear Europe Ltd w zakresie produktów denominowanych w euro mają istotne znaczenie systemowe dla UE lub co najmniej jednego państwa członkowskiego.

W tym kontekście zakończenie zwolnienia systemów programów emerytalnych mogłoby pomóc w budowaniu puli płynności w UE, potencjalnie przyciągając więcej rozliczeń do UE.

4. ZMIANY OD CZASU PIERWSZYCH SPRAWOZDAŃ KOMISJI

Tymczasowe zwolnienie z obowiązku rozliczania miało na celu zapewnienie systemom programów emerytalnych i innym odpowiednim uczestnikom rynku wystarczającego czasu na zróżnicowanie źródeł płynności na pokrycie potrzeb w zakresie zmiennych depozytów zabezpieczających oraz na rozwój zdolności operacyjnej do obsługi rozliczania dużych portfeli instrumentów pochodnych.

4.1 Płynność

Tymczasowe zwolnienie systemów programów emerytalnych z obowiązku rozliczania ma służyć złagodzeniu wpływu, jaki obowiązek rozliczania miałby na alokację ich środków pieniężnych. Najczęstszym powodem wykorzystywania przez systemy programów emerytalnych instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym jest niewystarczająca liczba emisji obligacji długoterminowych wysokiej jakości, co ogranicza zdolność tych systemów do odpowiedniego zarządzania ryzykiem stopy procentowej[20]. Budzi to obawy co do dostępu do środków pieniężnych w okresach występowania skrajnych warunków rynkowych[21], kiedy liczba wezwań do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego wzrasta, a systemy programów emerytalnych konkurują o płynność z innymi podmiotami rynkowymi.

Od chwili powstania w ramach EMIR obowiązku centralnego rozliczania niektórych klas instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym warunki płynności dla systemów programów emerytalnych ulegają korzystnym zmianom i pozostawały stabilne nawet w ostatnich okresach zmienności. Z wyjątkiem okresu od marca do kwietnia 2020 r., kiedy wezwania do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego w ujęciu dziennym były znacznie wyższe niż zwykle obserwowane średnie przepływy[22], systemy programów emerytalnych nie napotkały problemów z płynnością związanych z wezwaniami do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego. W marcu 2020 r. płatności z tytułu zmiennego depozytu zabezpieczającego były znaczne w porównaniu z wysoce płynnymi aktywami będącymi w posiadaniu funduszy emerytalnych i sprawiły, że niektóre z nich musiały się mierzyć z ograniczeniami płynności[23]. Fundusze emerytalne były jednak zasadniczo w stanie wywiązać się z obowiązku płatności[24].

---

[20] „Report to the European Commission on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements" (No. 2) [„Sprawozdanie dla Komisji Europejskiej dotyczące rozwiązań w zakresie rozliczania centralnego dla systemów programów emerytalnych" (nr 2)], 17 grudnia 2020 r., ESMA70-151-3248.

[21] Problem ten ilustrują wahania wartości zmiennego depozytu zabezpieczającego w marcu 2020 r. Od 11 do 23 marca 2020 r. europejskie instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne musiały zapłacić swoim kontrahentom dodatkowe 50 mld EUR w formie zmiennego depozytu zabezpieczającego. Ponad 90 % tej kwoty zostało wniesione przez niderlandzkie instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne, których portfele charakteryzują się wyjątkowo dużymi rozmiarami i duracją. Źródło: „Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds" [„Wzajemne powiązania rynków instrumentów pochodnych i funduszy rynku pieniężnego za pośrednictwem instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych"], Europejski Bank Centralny, Financial Stability Review [Przegląd stabilności finansowej], listopad 2020 r.

[22] „Review of margining practices – Consultative report" [„Przegląd praktyk w zakresie uzupełniania depozytu zabezpieczającego – sprawozdanie konsultacyjne"], Bank Rozrachunków Międzynarodowych, październik 2021 r.

[23] „Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds" [„Wzajemne powiązania rynków instrumentów pochodnych i funduszy rynku pieniężnego za

W okresach występowania warunków skrajnych rynek transakcji repo może stać się ważnym źródłem płynności dla uczestników po stronie kupna, w tym systemów programów emerytalnych. W ostatnich latach uczestnicy rynku podejmowali aktywne działania mające na celu włączenie systemów programów emerytalnych i innych podmiotów do ekosystemu rozliczania transakcji repo. Eurex, niemiecki CCP, utworzył model „bezpośredniego dostępu" w celu ułatwienia dostępu do rozliczeń. Dotyczy to zarówno transakcji repo, jak i swapów stóp procentowych. Niedawno druga izba rozliczeniowa w UE[25] uruchomiła model sponsorowanego rozliczania transakcji repo[26], oferujący większą zdolność do przekształcania zabezpieczeń. Oczekuje się, że w latach 2022 i 2023 dojrzałość tych modeli będzie się nadal zwiększać, co doprowadzi do szerszego ich upowszechnienia wśród sponsorów rozliczeniowych i uczestników po stronie kupna.

Mimo to systemy programów emerytalnych nadal zgłaszają obawy dotyczące ich sytuacji w zakresie płynności. Chociaż ich płynność przedstawiała się dotąd solidnie, może ulec pogorszeniu, w szczególności na rynku zabezpieczeń ogólnych[27], w miarę normalizacji polityki pieniężnej[28] w perspektywie średnioterminowej. Według systemów programów emerytalnych mogłoby to prowadzić do konieczności sprzedaży utrzymywanych przez nie instrumentów takich jak akcje, obligacje korporacyjne i obligacje skarbowe. W takich warunkach prowadziłyby one tę sprzedaż na rynku w fazie spadkowej, a takie zbycie aktywów mogłoby jeszcze bardziej zwiększyć presję na spadek cen aktywów.

W związku z powyższym mogłyby stać się dostępne alternatywne źródła przepływów pieniężnych. Na przykład wydłużenie godzin pracy TARGET2[29] i T2S[30] w późniejszym terminie w tym roku mogłoby pomóc w zapewnieniu możliwości rozliczania transakcji finansowania realizowanych z wykorzystaniem transakcji repo denominowanych w EUR po otrzymaniu wezwań do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego. Chociaż te nowe modele dostępu wydają się lepiej dostosowane do potrzeb dużych systemów programów

---

pośrednictwem instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych"], Europejski Bank Centralny, listopad 2020 r.

[24] Przykładowo całkowita wysokość zmiennego depozytu zabezpieczającego wniesionego przez niderlandzkie instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne w marcu 2020 r. wyniosła ok. 77 % posiadanych przez nie aktywów o wysokiej płynności; dane te mogą jednak częściowo przesłaniać pewną niejednorodność. Źródło: „Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds" [„Wzajemne powiązania rynków instrumentów pochodnych i funduszy rynku pieniężnego za pośrednictwem instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych"], Europejski Bank Centralny, Financial Stability Review [Przegląd stabilności finansowej], listopad 2020 r.

[25] LCH RepoClear SA clears first euro repo by Sponsored Member [LCH RepoClear SA rozlicza pierwsze transakcje repo sponsorowanego uczestnika rynku w EUR], komunikat prasowy LCH, 10 grudnia 2021 r.

[26] Modele te umożliwiają przedsiębiorstwom po stronie kupna dostęp do rozliczeń przy wsparciu banku („agenta rozliczeniowego" lub „sponsora"), który zazwyczaj ułatwia wnoszenie depozytów zabezpieczających i zapewnia wkłady na fundusz na wypadek niewykonania zobowiązania w odniesieniu do transakcji.

[27] Zabezpieczenie ogólne jest zbiorem emisji papierów wartościowych o takiej samej lub bardzo zbliżonej stopie repo, którymi obraca się na rynku transakcji repo. Dzięki temu te papiery wartościowe mogą być wzajemnie zastępowane bez istotnej zmiany warunków transakcji repo. Płynność na rynku transakcji repo z zabezpieczeniem ogólnym ma dla systemów programów emerytalnych zasadnicze znaczenie.

[28] „Monetary policy in an uncertain world" [„Polityka monetarna w niepewnym świecie"], przemówienie Ch. Lagarde, prezes Europejskiego Banku Centralnego, Frankfurt nad Menem, 17 marca 2022 r.

[29] TARGET2 to system rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym, którego właścicielem i operatorem jest Eurosystem. Przeprowadza się w jego ramach rozliczenia płatności związanych z operacjami polityki pieniężnej Eurosystemu, jak również transakcjami międzybankowymi i handlowymi.

[30] TARGET2-Securities (T2S) jest wspólną platformą, na której papiery wartościowe i środki pieniężne mogą być przekazywane pomiędzy inwestorami w całej Europie, przy przestrzeganiu jednolitych zasad i praktyk. Obecnie z T2S korzysta 20 krajów europejskich.

emerytalnych, umożliwiają one bankom uwolnienie zdolności bilansowych, potencjalnie również z korzyścią dla mniejszych systemów programów emerytalnych. Systemy programów emerytalnych postulują jednak wprowadzenie powiązania banku centralnego z platformą rozliczanych transakcji repo, aby umożliwić bankom centralnym interweniowanie na rynku transakcji repo i działanie w charakterze dostawcy środków pieniężnych dla funduszy emerytalnych (a także innych uczestników rynku) przy użyciu rozliczanych transakcji repo.

Należy jednak zauważyć, że ani ESMA w swoich trzech sprawozdaniach rocznych, ani grupa ekspertów ds. systemów programów emerytalnych nie wskazali, że w jakiejkolwiek chwili (nawet wiosną 2020 r.) warunki płynności pogorszyły się w takim stopniu, aby trwale zagrozić zdolności systemów programów emerytalnych do realizacji wezwań do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego. Podobnie usługi rozliczeniowe w odniesieniu do obligacji skarbowych i transakcji repo pozostały odporne i stabilne, w przeciwieństwie do sytuacji w zakresie płynności, jaka panowała na rynku dwustronnych transakcji repo. Nawet przed interwencją banków centralnych żadne fundusze rynku pieniężnego[31] nie zawiesiły wykupu, a rynek transakcji repo nadal funkcjonował, co oznacza, że systemy programów emerytalnych nadal miały dostęp do płynności. W okresie występowania warunków skrajnych systemy programów emerytalnych mogą jednak pośrednio korzystać z operacji banków centralnych mających na celu wsparcie wrażliwych segmentów rynku, jak miało to miejsce w okresie od marca do kwietnia 2020 r., kiedy to EBC zapewnił bankom instrumenty kredytowe na zakup aktywów od funduszy rynku pieniężnego lub rozszerzenie zabezpieczenia niezabezpieczonych obligacji bankowych[32].

4.2 Gotowość operacyjna do rozliczania

Systemy programów emerytalnych są w dużej mierze gotowe do rozliczania, co oznacza, że posiadają uzgodnienia rozliczeniowe i rozliczają niektóre transakcje dobrowolnie. Ustalenia te zostały potwierdzone w najnowszym sprawozdaniu ESMA, w którym stwierdzono wysoki poziom gotowości operacyjnej systemów programów emerytalnych do rozliczania[33].

Z analizy ESMA wynika, że około jedną trzecią transakcji systemów programów emerytalnych zaczęto rozliczać w ubiegłym roku. Istnieją jednak pewne różnice między systemami programów emerytalnych (niektóre z nich rozliczają zdecydowaną większość realizowanych przez siebie transakcji, niektóre bardzo niewiele lub wcale) a działalność rozliczeniowa wydaje się skoncentrowana (około 70 % wartości nominalnej rozliczanych transakcji można przypisać do jedynie pięciu systemów programów emerytalnych). Jeśli chodzi o odsetek rozliczonych transakcji, zgodnie z analizą rozliczane jest ok. 25 % wartości nominalnej transakcji (40 % pod względem liczby transakcji) realizowanych przez systemy programów emerytalnych. Podczas gdy trzy największe systemy programów emerytalnych zwykle rozliczają średnio 25 %, ale nie więcej niż 25–30 % swoich transakcji, średnie i małe systemy programów emerytalnych rozliczają od 0 do 100 % swoich transakcji.

---

[31] Fundusze rynku pieniężnego inwestują w płynne, krótkoterminowe instrumenty (zazwyczaj o terminie zapadalności do 1 roku). Fundusze te oferują inwestorom niskie ryzyko i w razie potrzeby możliwość wycofania środków (dezinwestycji) w celu uzyskania płynności.

[32] „EU money market fund regulation – legislative review" [„Rozporządzenie UE w sprawie funduszy rynku pieniężnego – przegląd legislacyjny"], Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, 26 marca 2021 r., ESMA34-49-309

[33] Ustalenia te przedstawiono i omówiono podczas posiedzenia grupy ekspertów KE 14 grudnia 2021 r., a uczestnicy, którzy zabrali głos, potwierdzili zaobserwowanie tych samych tendencji.

Saldo działalności rozliczeniowej między Eurex i LCH Ltd w przypadku rozliczanych swapów systemów programów emerytalnych, pod względem całkowitego rozliczonego wolumenu, wskazuje jednak na taką samą proporcję jak w przypadku pozostałej części rynku, co oznacza, że LCH Ltd nadal posiada dominujący udział w rynku. Jeśli chodzi o uzgodnienia rozliczeniowe, sytuacja jest jednak odmienna. W odniesieniu do systemów programów emerytalnych powyżej progu początkowego depozytu zabezpieczającego w wysokości 8 mld EUR w analizie wskazano podobne wartości procentowe w odniesieniu do systemów programów emerytalnych z co najmniej jedną rozliczoną transakcją w Eurex (76 %) i jedną rozliczoną transakcją w LCH Ltd (80 %). Oznaczałoby to, że zdecydowana większość większych systemów programów emerytalnych, których w największym stopniu dotyczyć będą skutki obowiązku rozliczania, posiada uzgodnienia umożliwiające rozliczanie u każdego z tych kontrahentów centralnych. Zgodnie z obliczeniami ESMA obowiązkiem rozliczania na mocy EMIR byłoby objętych 31 unijnych systemów programów emerytalnych, ponieważ przekraczałyby one progi wiążące się z obowiązkiem rozliczania[34]. Zdecydowana większość systemów programów emerytalnych (80 %) rozliczyła co najmniej jedną transakcję, ale niekoniecznie cały swój portfel instrumentów pochodnych, a zatem posiadała pewne uzgodnienia rozliczeniowe. Opracowanie przez Komisję strategii w zakresie rozliczeń, która zostanie przedstawiona w późniejszym terminie w 2022 r., ma na celu zwiększenie atrakcyjności rozliczeń w UE.

Ponadto należy podkreślić, że pomimo rosnącej gotowości operacyjnej systemy programów emerytalnych wyraziły obawy co do istnienia wystarczającej zdolności do rozliczania wszystkich ich instrumentów pochodnych podlegających obowiązkowi rozliczania. Stwierdziły one, że zwiększenie wskaźnika rozliczania w porównaniu z obecnym poziomem rozliczania może stanowić wyzwanie z uwagi na ograniczenia zdolności rozliczeniowej spowodowane ograniczoną liczbą uczestników rozliczających lub ich potencjalnymi limitami rozliczeniowymi.

5. WNIOSEK

Obecne zwolnienie z rozliczania centralnego wygasa 18 czerwca 2022 r. EMIR znowelizowane w ramach programu REFIT umożliwia Komisji przedłużenie tego tymczasowego zwolnienia po raz ostatni do dnia 18 czerwca 2023 r., jeżeli Komisja stwierdzi, że uczestnicy rynku potrzebują dodatkowego czasu na dalszy rozwój i przyjęcie odpowiednich rozwiązań technicznych oraz że negatywne skutki centralnego rozliczania kontraktów pochodnych dla dochodów programów emerytalnych pozostaną niezmienione.

Z analizy przeprowadzonej przez Komisję wynika, że warunki płynności systemów programów emerytalnych nadal się poprawiają oraz pojawiły się różnorodne modele dostępu do centralnego rozliczania lub do przekształcania zabezpieczeń. Chociaż jednolite rozwiązanie dotyczące zapewniania kontrahentom centralnym przez systemy programów emerytalnych depozytu zabezpieczającego w skrajnych warunkach rynkowych okazało się nieosiągalne, istnieje szereg instrumentów, które powinny umożliwić funduszom emerytalnym skuteczne rozliczanie transakcji w różnych warunkach rynkowych, w tym w warunkach skrajnych.

[34] W EMIR znowelizowanym w ramach programu REFIT małych kontrahentów finansowych zdefiniowano jako podmioty, których wolumen działalności z wykorzystaniem instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym jest zbyt niski, aby stwarzać istotne ryzyko systemowe. Kontrahenci ci są zwolnieni z obowiązku rozliczania, ale nadal podlegają wymogowi wymiany zabezpieczeń w celu ograniczenia ryzyka systemowego. Zob. EMIR znowelizowane w ramach programu REFIT, motyw 7 i art. 4a.

Aby w pełni wykorzystać dostępne rozwiązania, fundusze emerytalne EOG będą musiały wzmocnić swoją zdolność operacyjną w zakresie rozliczania płynności i zabezpieczeń oraz zarządzania nimi. Z analizy przedstawionej przez ESMA wynika, że liczba rozliczeń realizowanych przez systemy programów emerytalnych nadal rośnie, ale poziom gotowości w całym sektorze jest zróżnicowany. W związku z tym systemy programów emerytalnych i ich uczestnicy rozliczający będący kontrahentami centralnymi potrzebowaliby dodatkowego czasu na sfinalizowanie uzgodnień niezbędnych do rozliczenia wszystkich umów objętych zakresem. Potrzebny jest również czas na zapewnienie gotowości systemów programów emerytalnych w zakresie płynności, ponieważ nie wszystkie takie systemy realizują odpowiednie zarządzanie płynnością. Należy zauważyć, że właściwe organy krajowe w państwach członkowskich, w których rynki systemów programów emerytalnych są większe, wskazały, iż podjęto inicjatywy nadzorcze w celu poprawy tej sytuacji[35]. Ponadto strategia Komisji w zakresie rozliczeń przyciągnie większą aktywność izb rozliczeniowych z siedzibą w UE, zapewniając systemom programów emerytalnych większy dostęp do konkurencyjnych i wydajnych usług rozliczeniowych.

Podsumowując, od 2019 r. poczyniono znaczące postępy w kierunku osiągnięcia rozliczania centralnego w przypadku systemów programów emerytalnych, przy czym niektóre systemy programów emerytalnych częściowo przeszły na rozliczanie centralne dobrowolnie. Konieczne są jednak dalsze działania. W szczególności kontrahenci centralni z UE powinni wykorzystać przyznany czas na dalszy rozwój modeli ułatwionego dostępu i transakcji wymiany zabezpieczeń, aby zwiększyć swoją atrakcyjność dla systemów programów emerytalnych, zwłaszcza tych mniejszych, które obecnie wydają się być bardziej niechętne rozliczaniu. Jednocześnie fundusze emerytalne powinny sobie zapewnić wystarczające kompetencje i zdolności organizacyjne do obsługi rozliczania swoich portfeli instrumentów pochodnych. Z powyższych powodów Komisja przedłuży okres obowiązywania zwolnienia systemów programów emerytalnych z obowiązku rozliczania o jeszcze jeden, ostatni rok. Od 19 czerwca 2023 r. systemy programów emerytalnych będą objęte obowiązkiem rozliczania na mocy EMIR.

[35] „The clearing obligation for pension scheme arrangements” [„Obowiązek rozliczania w odniesieniu do systemów programów emerytalnych”], 25 stycznia 2022 r., ESMA70-451-110, pkt 26.