



KOMISJA
EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 23.9.2020 r.
COM(2020) 574 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 (EMIR)¹, którym w 2012 r. wprowadzono w UE reformy G-20 dotyczące kontraktów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, przyznano czasowe zwolnienie z obowiązku rozliczania centralnego podmiotom prowadzącym działalność w zakresie systemu programów emerytalnych w odniesieniu do niektórych rodzajów instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym².

Zgodnie z rozporządzeniem 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 (pod warunkiem że aktywa i pasywa związane z taką działalnością są oddzielone od pozostałej działalności zakładu ubezpieczeń), a także wszelkie inne uprawnione i nadzorowane podmioty lub układy działające na szczeblu krajowym, których podstawowym celem jest zapewnienie świadczeń emerytalnych.

Tymczasowe zwolnienie przyznano w celu uwzględnienia szczególnych cech modelu biznesowego takich podmiotów oraz wpływu, jaki obowiązkowe rozliczanie może mieć na emerytury: jak przypomniano w motywie 26 EMIR, podmioty prowadzące działalność w zakresie systemu programów emerytalnych „zwykle minimalizują swoje alokacje gotówkowe, aby zmaksymalizować efektywność i zyski dla ubezpieczonych. Dlatego nakładanie na takie podmioty wymogu centralnego rozliczania kontraktów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym doprowadziłoby do zamiany znacznej części ich aktywów na gotówkę, aby mogły one spełnić wymogi CCP dotyczące depozytów zabezpieczających”. Rozliczanie centralne

¹ Rozporządzenie (UE) nr 648/2012.

² Zwolnienie ma zastosowanie do kontraktów 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, oraz do podmiotów utworzonych w celu realizacji świadczeń wyrównawczych na rzecz uczestników takich systemów w przypadku niewykonania zobowiązania, jak również systemów programów emerytalnych, które napotykały trudności w spełnieniu wymogów dotyczących zmiennego depozytu zabezpieczającego (art. 89 EMIR).

instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym wymaga odpowiednich środków pieniężnych dostępnych w celu spełnienia wymogów dotyczących depozytu zabezpieczającego kontrahentów centralnych (CCP). Jak stwierdzono w ramach EMIR, przechowywanie dużych ilości środków pieniężnych w celu zaspokojenia ewentualnych wezwań do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego może mieć negatywny wpływ na dochody emerytów.

W niezależnym badaniu przedstawionym Komisji przez Europe Economics and Bourse Consult w 2014 r. oszacowano, że w przypadku zmiany stawek o 1 % może być konieczne wypłacenie potencjalnego zmiennego depozytu zabezpieczającego przez unijne fundusze emerytalne. Chociaż badanie to nadal obejmowało Zjednoczone Królestwo, wyniki z wyłączeniem Zjednoczonego Królestwa pokazały, że kwota ta wahałaby się między 106 a 133 mld EUR i nadal rosła w scenariuszach bardziej skrajnych warunków.

W ostatnim czasie Eurosystem³ i duński bank centralny⁴ przeprowadziły dalsze badania. Ich wyniki sugerują, że potencjalny zmienny depozyt zabezpieczający niderlandzkich i duńskich funduszy emerytalnych – które stanowią około 52 % aktywów finansowych funduszy emerytalnych UE (z wyłączeniem Zjednoczonego Królestwa)⁵ – przy tym samym scenariuszu warunków skrajnych (zmiana stóp o 1 %) wyniosłby odpowiednio poniżej 53 mld EUR i 106 mld DKK (lub około 14 mld EUR), a zatem nieco mniej niż odpowiadające im dane liczbowe⁶ z powyższego niezależnego badania. Na podstawie dostępnych środków pieniężnych w kasie, łączny niedobór środków pieniężnych może wynieść do 17 mld EUR dla wszystkich funduszy emerytalnych w strefie euro.⁷

Podobne zmiany stawek, kosztów i ryzyka nie dotyczyłyby wyłącznie systemów programów emerytalnych, ale miałyby wpływ na inne przedsiębiorstwa finansowe, które również rozliczają się centralnie (np. fundusze inwestycyjne, zakłady ubezpieczeń), a ryzyko niewykonania zobowiązania z powodu braku uznanego zabezpieczenia może pojawić się również w przypadku dwustronnego obrotu instrumentami pochodnymi, nie tylko w świecie rozliczeń centralnych. Jak jednak stwierdziła ESMA w swoim pierwszym sprawozdaniu na ten temat, wydaje się, że

³ Europejski Bank Centralny, Financial Stability Review, maj 2020 r. Szacunki dotyczące holenderskich funduszy emerytalnych mieszczą się w przedziale od 36 do 47 mld EUR; biorąc pod uwagę, że niderlandzkie fundusze emerytalne są w posiadaniu około 89 % transakcji zamiany stóp procentowych funduszy emerytalnych strefy euro, szacuje się, że wezwanie do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego dla wszystkich funduszy emerytalnych strefy euro mieści się w przedziale 40–53 mld EUR.

⁴ Danmarks Nationalbank, „Pension companies will have large liquidity needs if interest rates rise”, listopad 2019 r.

⁵ Zgodnie ze sprawozdaniem dla strefy euro za 2019 r.

⁶ Analogiczne dane liczbowe dla niderlandzkich i duńskich funduszy emerytalnych wyniosły odpowiednio około 60 i 27 mld EUR.

⁷ Szacunki dotyczące niedoboru środków pieniężnych holenderskich funduszy emerytalnych mieszczą się w przedziale od 6 do 15 mld EUR. Biorąc pod uwagę, że niderlandzkie fundusze emerytalne są w posiadaniu około 89 % transakcji zamiany stóp procentowych funduszy emerytalnych strefy euro, niedobór środków pieniężnych dla wszystkich funduszy emerytalnych strefy euro może sięgnąć aż 17 mld EUR.

systemy programów emerytalnych mają mniejsze możliwości ograniczania tego ryzyka poprzez elastyczność strategii inwestycyjnych, dostępność inwestycji odpowiadających ich zobowiązaniom, dostęp do źródeł płynności, co omówiono w dalszych sekcjach.

Tymczasowe zwolnienie miało na celu zapewnienie czasu potrzebnego na znalezienie odpowiedniego rozwiązania technicznego, które pozwoliłoby na centralne rozliczanie systemów programów emerytalnych przez CCP przy jednoczesnym uniknięciu istotnych negatywnych skutków dla dochodów emerytów. W ramach EMIR działalność systemów programów emerytalnych w zakresie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym podlega już – poniżej odpowiednich progów – wymogom w zakresie ograniczania ryzyka operacyjnego i dotyczącym depozytów zabezpieczających w odniesieniu do nierozliczonego obrotu poza rynkiem regulowanym określonego w art. 11, które zaczęto stosować w 2017 r. zgodnie z zasadą stopniowego wprowadzania⁸: wymogi te mają na celu przeciwdziałanie ryzyku związanemu z instrumentami pochodnymi nierozliczanymi centralnie, a jednocześnie stanowią zachętę do rozliczania centralnego. Systemy programów emerytalnych również podlegają obowiązkowi sprawozdawczym przewidzianym w EMIR.

Chociaż dyskusje z przedstawicielami systemów programów emerytalnych i innymi zainteresowanymi stronami potwierdzają, że systemy te chcą rozliczać transakcje z pomocą CCP, i w niektórych przypadkach faktycznie już to robią, obowiązkowe rozliczanie nadal stanowi wyzwanie. Zwolnienie z obowiązku rozliczania centralnego zostało zatem na przestrzeni lat przedłużone, ponieważ nie pojawiło się żadne wykonalne rozwiązanie techniczne. EMIR objęte programem REFIT, które weszło w życie w czerwcu 2019 r., przedłuża zwolnienie do czerwca 2021 r., z możliwością dalszego dwukrotnego przedłużenia w drodze aktów delegowanych Komisji, za każdym razem maksymalnie o jeden rok. Ostatecznym celem rozporządzenia pozostaje jednak jak najszybsze rozliczanie centralne systemów programów emerytalnych, biorąc pod uwagę, że obecne zmiany regulacyjne i rynkowe powinny umożliwić uczestnikom rynku opracowanie odpowiednich rozwiązań (EMIR, motyw 30). CCP, członkowie rozliczający i systemy programów emerytalnych muszą dołożyć wszelkich starań, aby przyczynić się do opracowania takich rozwiązań.

W art. 85 EMIR objętym programem REFIT wymaga się, aby Komisja sporządzała roczne sprawozdania do czasu ostatecznego przedłużenia zwolnienia, oceniające, „czy opracowano wykonalne rozwiązania techniczne służące przenoszeniu przez systemy programów emerytalnych zabezpieczeń gotówkowych i niegotówkowych jako zmiennych depozytów zabezpieczających, jak również czy konieczne są środki ułatwiające te wykonalne rozwiązania techniczne”.

Rozporządzenie stanowi również, że ESMA, we współpracy z EUNB, EIOPA i ERRS, przedstawia Komisji roczne sprawozdania oceniające tę kwestię. Pierwsze sprawozdanie ESMA wpłynęło do Komisji w kwietniu 2020 r. Wraz ze sprawozdaniem ESMA rozpoczęła konsultacje publiczne w celu zebrania dalszych uwag od

⁸ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/2251.

zainteresowanych stron i przedstawienia Komisji drugiego, bardziej kompleksowego sprawozdania do grudnia 2020 r. Kompleksowe sprawozdanie ESMA nie zostało zatem udostępnione na tyle wcześnie, by można je było włączyć do niniejszego sprawozdania Komisji Europejskiej.

W EMIR objętym programem REFIT upoważniono również Komisję do powołania grupy ekspertów, obejmującej przedstawicieli odpowiednich zainteresowanych stron, w celu monitorowania ich wysiłków i oceny postępów w poszukiwaniu wykonalnych rozwiązań technicznych. Grupa ekspertów, która kontynuuje prace swojej poprzedniczki (grupy wysokiego szczebla ds. funduszy emerytalnych Komisji), obejmuje przedstawicieli CCP, członków rozliczających, systemy programów emerytalnych, banki centralne i inne zainteresowane strony; spotkała się dwukrotnie, w październiku 2019 r. i w kwietniu 2020 r. (za pośrednictwem telekonferencji) i będzie się spotykać co sześć miesięcy. Komisja w dalszym ciągu wykorzystuje prace grupy na potrzeby swoich sprawozdań dla współprawodawców.

2. CEL SPRAWOZDANIA

Poprzez niniejsze sprawozdanie Komisja wypełnia swój obowiązek wynikający z art. 85 EMIR.

W niniejszym sprawozdaniu uwzględniono należycie pierwsze sprawozdanie ESMA, jak również dyskusje, które odbyły się w obrębie grupy ekspertów. Jak wyjaśniono, wyniki konsultacji społecznych rozpoczętych przez ESMA zostaną uwzględnione w drugim sprawozdaniu Komisji, które zostanie wydane w przyszłym roku.

Niniejsze sprawozdanie zawiera analizę głównych problemów zidentyfikowanych przez zainteresowane strony w związku z rozliczaniem centralnym systemów programów emerytalnych, jak również analizę dotychczas zbadanych rozwiązań. Jak wspomniano, zwolnienie systemów programów emerytalnych z obowiązku rozliczania centralnego obowiązuje do czerwca 2021 r.: mając na uwadze ten termin, niniejsze sprawozdanie ma na celu przybliżenie Parlamentowi Europejskiemu i Radzie postępów poczynionych w tej dziedzinie, również w celu określenia aspektów, które należy dalej badać, aby sprzyjać wykonalnemu i trwałemu rozwiązaniu w zakresie rozliczania centralnego.

3. GŁÓWNE ZIDENTYFIKOWANE KWESTIE

3.1 Kontekst modelu biznesowego systemów programów emerytalnych i wykorzystania instrumentów pochodnych

Europejskie systemy programów emerytalnych, zwłaszcza w niektórych państwach członkowskich, takich jak Niderlandy i Dania, są aktywnymi uczestnikami rynku instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym. Wykorzystują one takie instrumenty pochodne do zabezpieczania swoich zobowiązań

przed szeregiem rodzajów ryzyka, w tym przed zmiennością stóp procentowych i inflacji, a ostatecznie chronią się przed ryzykiem związanym z wypłacalnością finansową. Zobowiązania funduszy emerytalnych wobec obecnych i przyszłych emerytów mają długie terminy zapadalności, które muszą być dopasowane do aktywów długoterminowych; takimi aktywami są zazwyczaj obligacje rządowe i korporacyjne; jednak pełne zabezpieczenie zobowiązań obligacjami nie wydaje się wykonalne w przypadku systemów programów emerytalnych UE, biorąc pod uwagę ograniczoną dostępność obligacji o odpowiedniej charakterystyce; ponadto instrumenty pochodne mogą być lepiej dopasowane do zobowiązań systemów programów emerytalnych, ponieważ transakcje zamiany często wykorzystuje się do dyskontowania takich zobowiązań do celów wyceny. Zgodnie z informacjami przekazanymi przez ESMA, sytuacja systemów programów emerytalnych UE w tym zakresie różni się od sytuacji amerykańskich funduszy emerytalnych, które do celów zabezpieczenia opierają się w większym stopniu na długoterminowych aktywach, takich jak obligacje korporacyjne i rządowe. Amerykańskie fundusze emerytalne mają zazwyczaj krótszy czas trwania zobowiązań w porównaniu z systemami programów emerytalnych UE, ich zobowiązania są zazwyczaj dyskontowane z wykorzystaniem rentowności obligacji korporacyjnych z oceną AA, a amerykański rynek obligacji korporacyjnych jest głębszy. W związku z tym, jak przyznaje ESMA, wydaje się, że systemy programów emerytalnych mają strukturalną potrzebę angażowania się w instrumenty pochodne będące przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym.

Portfel instrumentów pochodnych systemów programów emerytalnych jest zazwyczaj duży, długoterminowy i jednokierunkowy, a zbiorcza pozycja sektora stanowi, zdaniem ESMA, potencjalne ryzyko systemowe.

Jeżeli chodzi o rodzaje instrumentów pochodnych, systemy programów emerytalnych są znaczącym użytkownikiem długoterminowych transakcji zamiany stóp procentowych: zgodnie z danymi EMIR z DTCC z 2015 r. około 20 % transakcji zamiany stóp procentowych z co najmniej jednym kontrahentem w UE w charakterze ubezpieczyciela lub funduszu emerytalnego miało trzydziestoletni okres zapadalności, w porównaniu ze średnią światową wynoszącą mniej niż 10 %⁹. Transakcje zamiany stóp procentowych to klasa instrumentów pochodnych podlegających obowiązkowi rozliczania na podstawie EMIR. Systemy programów emerytalnych obracają swoimi instrumentami pochodnymi dwustronnie lub są rozliczane centralnie przez CCP zazwyczaj jako klienci członków rozliczających.

Warto zauważyć, że programy emerytalne i rynki są dość zróżnicowane w całej UE: w niektórych państwach członkowskich programy emerytalne drugiego filaru są bardziej rozwinięte niż w innych, a fundusze emerytalne o zdefiniowanym świadczeniu są bardziej rozpowszechnione; w innych dominuje model zdefiniowanej składki. Największe rynki systemów programów emerytalnych w UE znajdują się w Niderlandach, gdzie średni stosunek aktywów do PKB wynosi 173,3 %, oraz w Danii, gdzie według danych na koniec 2018 r. wskaźnik ten wyniósł 198,6 %.

⁹ Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego, Occasional Paper Series 11, 2016 r.

Irlandia również posiada podobne programy. W takich państwach prywatne programy emerytalne odgrywają ważną rolę w zapewnianiu emerytom dochodów emerytalnych.

3.2 Problem z rozliczaniem centralnym systemów programów emerytalnych

Główny problem zidentyfikowany w odniesieniu do rozliczania centralnego systemów programów emerytalnych dotyczy tego, że rozliczenia przez CCP wymagają wnoszenia zmiennego depozytu zabezpieczającego w gotówce; dyskusje przeprowadzone w grupie zainteresowanych stron Komisji wykazały, że jest to problematyczne wobec systemów programów emerytalnych w sytuacjach skrajnych warunków rynkowych.

W modelu rozliczania centralnego CCP zwracają się do swoich uczestników o zmienny depozyt zabezpieczający, aby zrekompensować zmiany wartości rynkowej pozycji w instrumentach pochodnych, którymi zarządzają. W ten sposób CCP są zawsze osłonięci przed zmianami rynkowymi, a uczestnicy rynku nie gromadzą z czasem dużych strat w odniesieniu do swojego centralnie rozliczanego portfela. CCP obliczają straty i zyski i wymieniają je codziennie w procesie wyceny wartości rynkowej. Środki pieniężne mogą najlepiej służyć na potrzeby zmiennego depozytu zabezpieczającego, ponieważ minimalizują one ryzyko utraty wartości, a ich przekazanie jest ostateczne. Przekazywanie środków pieniężnych jako zmiennego depozytu zabezpieczającego jest również mniej skomplikowane pod względem operacyjnym i jest zgodne z podejściem do zarządzania ryzykiem płynności CCP określonym w EMIR¹⁰.

Oznacza to, że członkowie rozliczający muszą być w stanie sprostać takim żądaniom za pomocą odpowiednich kwot środków pieniężnych: jeżeli tak nie jest, a członek rozliczający nie może wnieść wymaganego zmiennego depozytu zabezpieczającego w odpowiednim czasie, CCP ogłasza, że nie wykonał zobowiązania, co prowadzi następnie do uruchomienia procedury na wypadek niewykonania zobowiązania w celu przywrócenia zgodności z portfelem. Ponadto zmienny depozyt zabezpieczający musi być wnoszony do CCP w krótkim czasie, co powoduje dalsze trudności operacyjne¹¹.

Środki pieniężne mają wysoki koszt alternatywny, ponieważ nie są tak rentowne jak inne aktywa i nie są odpowiednie do zrównoważenia terminów zapadalności zobowiązań systemów programów emerytalnych, co naraża je na niedopasowanie aktywów i pasywów. Posiadanie dużych ilości środków pieniężnych zamiast innych aktywów o wyższej dochodowości przyczyniłoby się do zmniejszenia zwrotów dla emerytów i wpłynęłoby na alokację aktywów systemów programów emerytalnych, i w rzeczywistości fundusze emerytalne zazwyczaj nie posiadają dużej ilości środków pieniężnych, jak wynika również z rocznych globalnych statystyk emerytalnych publikowanych przez OECD.

¹⁰ Ponadto zmienny depozyt zabezpieczający pozwala CCP zachować pewność co do swojej zdolności prawidłowego wyceniania swoich transakcji i jest konwencją rynkową dla rozliczanych transakcji zamiany przyjętą przez wszystkich uczestników rynku rozliczanych transakcji zamiany.

¹¹ W przypadku wezwań do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego w ciągu dnia niektórzy CCP pozwalają uczestnikom na korzystanie z papierów wartościowych zamiast środków pieniężnych; jednak wezwania do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego na koniec dnia należy realizować z wykorzystaniem środków pieniężnych.

Kwestia zmiennego depozytu zabezpieczającego w formie pieniężnej może pociągać za sobą wyzwania, zwłaszcza w okresie skrajnych warunków rynkowych, w połączeniu z rosnącymi poziomami stóp procentowych, kiedy wnioski CCP dotyczące zmiennego depozytu zabezpieczającego mogą znacznie wzrosnąć w przypadku systemów programów emerytalnych.

W rzeczywistości wysokie wezwania do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego mogą mieć miejsce również w kontekście transakcji nierozliczanych centralnie, w których obecnie uczestniczą systemy programów emerytalnych. W tym kontekście systemy programów emerytalnych mogą jednak wnieść zmienny depozyt zabezpieczający również w innych formach niż środki pieniężne, na przykład wykorzystując wysokiej jakości obligacje rządowe (będące aktywami, których fundusze emerytalne mają zazwyczaj pod dostatkiem) – nawet jeżeli ostatnio zwiększył się zakres, w jakim systemy programów emerytalnych są proszone o wniesienie zmiennego depozytu zabezpieczającego w formie środków pieniężnych również w ich transakcjach dwustronnych.

Należy zauważyć, że uzasadnienie ram regulacyjnych EMIR stanowi, iż wspierają one rozliczanie centralne również poprzez zmniejszenie wygody transakcji dwustronnych, zgodnie z powiązaniem ryzykiem: oczekuje się, że ta i inne zmiany regulacyjne, wraz z mechanizmami rynkowymi, doprowadzą do wzrostu wolumenu rozliczanych centralnie instrumentów pochodnych, przy potencjalnie lepszej wycenie w rozliczanym segmencie w porównaniu z segmentem nierozliczanym centralnie. Jak już wspomniano, niektóre fundusze emerytalne faktycznie zaczęły już rozliczać się centralnie na zasadzie dobrowolności i selektywności.

Należy zauważyć, że ogólnie rzecz biorąc, istnieje większe prawdopodobieństwo, że systemy programów emerytalnych będą rozliczać się pośrednio jako klienci członków rozliczających, niż że staną się bezpośrednimi członkami rozliczającymi CCP, co omówiono szerzej w dalszych sekcjach.

Powyższe stanowi tło dla cech, jakie powinno mieć potencjalne rozwiązanie kwestii rozliczania centralnego: powinno ono być tak skonstruowane, aby zapewnić właściwą równowagę między celem stabilności finansowej a potrzebą zapewnienia opłacalności systemów programów emerytalnych pod względem kosztów, tak aby nie wpływać nadmiernie na świadczenia emerytów, a także powinno być wystarczająco solidne również w skrajnych warunkach rynkowych.

3.3 Potencjalne rozwiązania zbadane do tej pory

Debata na temat rozliczania centralnego w przypadku systemów programów emerytalnych skutkowałą zbadaniem różnych możliwości na przestrzeni lat. Zarys niektórych potencjalnych rozwiązań zawarto w sprawozdaniu dotyczącym tej kwestii, które Komisja przedstawiła zgodnie z EMIR w 2015 r. i w którym stwierdzono, że nie opracowano żadnego wykonalnego rozwiązania technicznego.

Analizowane dotychczas warianty koncentrowały się na tym, w jaki sposób systemy programów emerytalnych mogłyby bezpiecznie i efektywnie kosztowo wносить zmienne depozyty zabezpieczające do CCP. Na pierwszym etapie, opisanym w sprawozdaniu Komisji z 2015 r., rozważano, czy CCP mogą przyjmować zmienny depozyt zabezpieczający w innej formie niż pieniężna, takiej jak wysokiej jakości obligacje rządowe: powszechnie uznano jednak, że taka metoda byłaby trudna do wprowadzenia, ponieważ wymagałaby od CCP zarządzania portfelem obligacji, które byłyby zamieniane na środki pieniężne wraz z powiązaniem ryzykiem, co mogłoby prowadzić do zakłócenia ich roli jako pass-through w prowadzeniu portfela według stawek zryczałtowanych.

Badany jest zatem drugi zakres wariantów, w ramach których systemy programów emerytalnych mogłyby wymieniać swoje obligacje na środki pieniężne w celu realizacji wezwań CCP do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego (transakcja wymiany zabezpieczeń). W kontekście potencjalnych rozwiązań, które zostały zbadane i opracowywane w ostatnich latach przez zainteresowane strony z branży, rzeczywiście koncentrowano się na sposobach umożliwiających skuteczne transakcje wymiany zabezpieczeń przez systemy programów emerytalnych.

Transakcje wymiany zabezpieczeń przez członków rozliczających

Członkowie rozliczający, tacy jak banki, zazwyczaj mogą świadczyć swoim klientom, w tym funduszom emerytalnym, usługi w zakresie transakcji wymiany zabezpieczeń¹², za pomocą transakcji repo. Większość systemów programów emerytalnych, które angażują się w rozliczanie centralne, faktycznie robi to obecnie jako klienci członków rozliczających i może to nadal to robić nawet w ramach rozliczeń obowiązkowych. Transakcja repo to taka, w której strona sprzedaje składnik aktywów innej stronie i zobowiązuje się do odkupienia tego składnika po ustalonej cenie w przyszłości. Składnik aktywów jest zazwyczaj obligacją i służy jako zabezpieczenie ubezpieczające pożyczkodawcę środków pieniężnych od ryzyka kredytowego kontrahenta. Transakcje repo mogą być zatem wykorzystywane jako sposób wymiany obligacji na środki pieniężne i wnoszenia zmiennych depozytów zabezpieczających, z dodatkową korzyścią w postaci tego, że podmiot dostarczający obligacje zachowuje własność samych obligacji i nadal czerpie zyski w perspektywie długoterminowej.

Duże grupy bankowe są zazwyczaj aktywne na rynku transakcji repo. Niektóre czynniki wskazano jednak jako zniechęcające członków rozliczających do angażowania się w takie transakcje. Jak zaznaczyło wielu uczestników rynku, konstrukcja wskaźnika dźwigni w ramach pakietu Bazylea III sprawiła, że angażowanie się w transakcje repo stało się mniej wygodne, ponieważ takie transakcje mają niskie depozyty zabezpieczające i rozszerzają bilanse banków, przyczyniając się w ten sposób do zwiększenia mianownika wskaźnika. W związku z tym, aby spełnić ten wymóg, banki muszą dysponować większą kwotą kapitału Tier I. Podobne rozważania opracował

¹² Usługa taka mogłaby być również świadczona na rzecz funduszy emerytalnych przez inne banki, niebędące ich członkami rozliczającymi.

Komitet ds. Globalnego Systemu Finansowego w ramach analizy rynków transakcji repo w 2017 r.¹³, w której wskazał na możliwy kompromis między reformami regulacyjnymi ukierunkowanymi na wielkość bilansów banków (mającymi na celu ograniczenie nadmiernej dźwigni) a konsekwencjami, w tym dla użytkowników końcowych, w zakresie dostępności transakcji repo¹⁴. Pod tym względem wolumeny rynku transakcji repo w UE jednak wzrastały w ostatnich latach¹⁵, a według analizy EBC niezamierzone skutki reform regulacyjnych dla świadczenia usług repo przez banki ze strefy euro nie były znaczące¹⁶.

Ponadto sposób, w jaki pierwotnie zakładano wskaźnik dźwigni, zmniejszył wygodę banków w świadczeniu usług rozliczeniowych na rzecz klientów, ponieważ nie można było wykorzystać depozytów zabezpieczających wniesionych przez klientów do zrekompensowania kwoty ekspozycji (która zasilaby mianownik wskaźnika). W 2019 r. komitet bazylejski¹⁷ zaproponował wprowadzenie zmian w obliczaniu wskaźnika dźwigni, tak aby rozliczanie klientów nie było objęte nieuzasadnionymi karami. Zmiany te odzwierciedlono w zmienionym rozporządzeniu w sprawie wymogów kapitałowych (CRR2), które weszło w życie w czerwcu ubiegłego roku.

Wprowadzono również poprawkę do wskaźnika dźwigni dotyczącą ujmowania transakcji z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu. Zmiany te mogą przyczynić się do zachęcenia banków do zaangażowania się w rozliczanie klientów i ewentualnie w pośrednictwo w zawieraniu transakcji repo, wspierając tym samym także płynność rynku transakcji repo. Trzeba będzie ocenić wpływ takich zmian.

Ponadto pojawiły się obawy co do zdolności rynków transakcji repo do zaspokojenia zapotrzebowania wszystkich systemów programów emerytalnych na środki pieniężne, zwłaszcza w okresach skrajnych warunków, co omówiono bardziej szczegółowo poniżej.

Transakcje wymiany zabezpieczeń poprzez rynki rozliczanych transakcji repo

W ostatnich latach niektórzy CCP opracowali nowe modele wsparcia dla rozliczania centralnego dokonywanego przez systemy programów emerytalnych, opartego na ułatwianiu dostępu systemów programów emerytalnych do CCP i do rynków rozliczanych transakcji repo; może to również obejmować dostęp do rozliczanego rynku pozagiełdowego. Tego typu modele opracował w Unii Europejskiej co najmniej

¹³ Komitet ds. Globalnego Systemu Finansowego, „Repo market functioning”, 2017.

¹⁴ „Kurczenie się zdolności w zakresie pośrednictwa może również zmniejszyć stopień, w jakim rynki transakcji repo mogą reagować na popyt w przyszłych okresach napięć. Ograniczenie funkcjonowania rynku transakcji repo może spowodować tarcia na rynkach środków pieniężnych i instrumentów pochodnych oraz ograniczyć zdolność instytucji finansowych do spieniężania aktywów. Skala wynikających z tego kosztów dla stabilności finansowej i gospodarki realnej w okresie skrajnych warunków może być ogółem znacząca, chociaż w ostatnich latach takie sytuacje nie miały miejsca na znaczną skalę. Dostosowanie rynku transakcji repo może złagodzić koszty ponoszone przez niektórych użytkowników końcowych, ale może również wprowadzić nowe zagrożenia”.

¹⁵ ICMA (Międzynarodowe Stowarzyszenie Rynków Kapitałowych), badanie europejskiego rynku transakcji repo z grudnia 2019 r.

¹⁶ EBC, Financial Stability Review, 2017.

¹⁷ Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego, „Leverage ratio treatment of client cleared derivatives”, 2019.

jeden CCP i z informacji Komisji wynika, że inni CCP również mogą przyjąć podobne modele¹⁸. W tych ramach systemy programów emerytalnych pozostają w bezpośrednim stosunku umownym z CCP i są „wspomagane” (lub „sponsorowane”) przez członka rozliczającego (zazwyczaj bank), który działa jako agent rozliczeniowy i ułatwia rozliczanie centralne systemom programów emerytalnych, na przykład wnosząc wkład do funduszu na wypadek niewykonania zobowiązania CCP i angażując się w zarządzanie przypadkami niewykonania zobowiązania oraz inne usługi (zarządzanie zabezpieczeniami itp.).

Modele te same w sobie nie eliminują potrzeby wnoszenia zmiennego depozytu zabezpieczającego w formie środków pieniężnych dla rozliczanych instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, ale zapewniają systemom programów emerytalnych dodatkowy dostęp do rynków transakcji repo. Takie modele „ułatwionego członkostwa” miałyby również na celu złagodzenie niektórych ograniczeń w zakresie rozliczania klientów, takich jak koncentrowanie rozliczania klientów w UE u zaledwie kilku członków rozliczających lub kwestia przenoszenia pozycji klientów w przypadku niewykonania zobowiązania przez członka rozliczającego. Z punktu widzenia banków takie modele powinny okazać się mniej wymagające pod względem wymogów kapitałowych niż tradycyjna działalność rozliczania klientów.

Według najlepszej wiedzy Komisji taki model rozwija się na przestrzeni czasu, na skutek nieco większego apetytu ze strony rynku, jednak dotychczas tylko kilka systemów programów emerytalnych – zazwyczaj dużych – zaczęło korzystać z takiej usługi. Jednym z oczywistych powodów może być fakt, że bezpośrednie relacje z CCP mogą wymagać dodatkowych przygotowań operacyjnych i prawnych oraz inwestycji ze strony uczestników rynku, zarówno systemów programów emerytalnych, jak i członków rozliczających. Ponadto fundusze emerytalne uczestniczące w grupie zainteresowanych stron Komisji poinformowały, że takie modele są ogólnie dostępne wyłącznie dla dużych systemów programów emerytalnych, obecnie obsługuje je tylko niewielka liczba banków i nadal wiążą się one z zależnością systemów programów emerytalnych od gotowości członków rozliczających do świadczenia powiązanych usług.

Według wspólnego dokumentu International Swaps and Derivatives Association (ISDA) i Pensions Europe z 2018 r.¹⁹ rynek z zainteresowaniem śledzi modele bezpośredniego lub „ułatwionego” członkostwa, również dlatego, że mogą być bardziej interesujące dla banków niż tradycyjne relacje rozliczeniowe z klientami. Pełne członkostwo bezpośrednio wydaje się wyzwaniem z wielu powodów (w tym ze względu na konieczność spełnienia wymogów dotyczących uczestnictwa CCP i wkładów do funduszu na wypadek niewykonania zobowiązania, a także posiadania

¹⁸ Poza UE, zgodnie z informacjami dostępnymi Komisji, LCH Ltd (Zjednoczone Królestwo), Canadian Derivatives Clearing Corporation (Kanada) oraz DTCC FICC (Stany Zjednoczone) ustanowiły oferty rozliczeniowe po stronie kupna w ramach transakcji repo.

¹⁹ Wspólny dokument Pensions Europe i ISDA, „Potential demand for clearing by EU Pension Funds”, 2018.

zdolności operacyjnej); modele ułatwionego dostępu mogą być sposobem na zbliżenie się do tego. Według funduszy emerytalnych należących do grupy zainteresowanych stron Komisji konieczne byłoby wprowadzenie pewnych dalszych usprawnień.

Omówienie rynku transakcji repo

W ujęciu ogólnym systemy programów emerytalnych postrzegają rynek transakcji repo jako użyteczne narzędzie zaspokajające ich potrzeby w zakresie płynności, a w dyskusjach grupy ekspertów powołanej przez Komisję Europejską opisano go ogółem jako potencjalny element ogólnego rozwiązania kwestii zmiennego depozytu zabezpieczającego.

Branża ma jednak nadal obawy co do zdolności rynków transakcji repo do zaspokojenia ogólnego popytu na środki pieniężne wynikającego z konieczności rozliczania się systemów programów emerytalnych w skrajnych warunkach rynkowych, gdy rynki transakcji repo będą prawdopodobnie pod presją wchłonięcia dużego zapotrzebowania na płynność – nie tylko ze strony systemów programów emerytalnych. Ponadto banki mogą nie zawsze być skłonne do udostępniania transakcji repo systemom programów emerytalnych lub do robienia tego w takim samym zakresie w okresach skrajnych warunków. Jak wskazuje ESMA, szereg tych i innych aspektów ma również związek z ogólnymi stosunkami handlowymi między bankami a ich klientami będącymi systemami programów emerytalnych. Jeżeli systemy programów emerytalnych nie są w stanie korzystać z rynku transakcji repo w warunkach skrajnych, mogą też nie być w stanie spełnić wezwań CCP do wniesienia depozytów zabezpieczających, a nawet być zmuszone zmierzyć się z szerszymi problemami w zakresie stabilności finansowej. W tym względzie pomocna może okazać się możliwość ustanowienia zróżnicowanego zestawu uzgodnień dotyczących płynności pomiędzy bankami a systemami programów emerytalnych.

Zaletą rynków rozliczanych transakcji repo powinno być to, że są bardziej płynne niż rynki dwustronne, ponieważ banki są zasadniczo bardziej skłonne obracać rozliczonymi transakcjami repo niż dwustronnymi transakcjami repo – również dlatego, że mogą rekompensować swoje pozycje z CCP. Jak podaje Komitet ds. Globalnego Systemu Finansowego (2017 r.), w strefie euro „wzrósł udział w rynku transakcji repo za pośrednictwem CCP w ostatnich latach i stanowi on 50–60 % wolumenu rynku transakcji repo w strefie euro, ze względu na ich atrakcyjność dla zarządzania bilansem”. Wysiłki podejmowane przez niektórych CCP w celu umożliwienia bezpośredniego udziału użytkowników końcowych w ich platformach rozliczanych transakcji repo należy również analizować z tej perspektywy. Systemy programów emerytalnych zgłosiły, że rynek rozliczanych transakcji repo może oferować dodatkowe możliwości w zakresie transakcji repo w porównaniu z dwustronnymi transakcjami repo, ale zarazem obejmować wspomniane powyżej ograniczenia.

Przegląd funkcjonowania europejskich rynków transakcji repo przedstawia Międzynarodowe Stowarzyszenie Rynków Kapitałowych (ICMA), które w swoim badaniu rynku transakcji repo z 2019 r. oszacowało ogólną wielkość rynku na 8 310

mld EUR²⁰. Badania europejskiego rynku transakcji repo z 2018 r. i 2019 r. przeprowadzone przez ICMA potwierdzają, że europejski rynek transakcji repo jest postrzegany jako zasadniczo dobrze funkcjonujący, a zatem potencjalnie stanowiący kanał dla transakcji wymiany zabezpieczeń; jednak rynki transakcji repo są mniej płynne na koniec kwartału i roku ze względu na skłonność banków do zamykania swoich pozycji transakcji repo, gdy zbliżają się terminy składania sprawozdań. W ostatnich latach zakres takich regularnych spadków się zmniejszał i oczekuje się, że w przyszłości się to utrzyma, również dzięki wdrożeniu w UE niedawnych zaleceń Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego mających na celu zmniejszenie zmienności na koniec kwartału i roku.

ICMA przedstawia również analizę²¹ najnowszych wydarzeń na rynku, które miały miejsce w czasie kryzysu związanego z COVID-19. Według tego badania znaczna część europejskiego rynku transakcji repo wykazała się odpornością podczas pandemii COVID-19 w okresie od końca lutego/początku marca 2020 r. W ciągu pierwszych dwóch tygodni marca aktywność na rynku transakcji repo wzrosła ze względu na zwiększoną liczbę wniosków o transakcje wymiany zabezpieczeń w celu spełnienia wezwań do uzupełnienia depozytów zabezpieczających oraz przepływów z bardziej ryzykownych aktywów w kierunku aktywów krótkoterminowych. Klienci zgłaszali jednak, że banki z trudem radziły sobie z rosnącym popytem na transakcje repo, a niektóre z nich zaczęły obsługiwać tylko klientów najwyższego szczebla. Według badania: „choć popyt na dostęp do rynku transakcji repo wzrósł w szczytowym momencie kryzysu, nie wzrosła zdolność banków do pośredniczenia w tym dostępie. Uczestnicy po stronie kupna zgłaszają zwiększoną zależność od rynku transakcji repo, ponieważ odpływy środków spowodowały konieczność generowania środków pieniężnych w zamian za udziały kapitałowe, a także zaspokojenia wezwań do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego względem pozycji w instrumentach pochodnych w miarę rosnącej zmienności. Wydaje się jednak, że banki miały trudności z dotrzymaniem kroku zapotrzebowaniu klientów. Wiele z nich informuje o ograniczeniu działalności do klientów najwyższego szczebla, bez zdolności obsługi nowych przedsiębiorstw. Banki zgłaszają ponadto, że w świetle większej zmienności chodziło raczej o to, że limity aktywów ważonych ryzykiem, a nie wskaźnik dźwigni, stały się wiążącym ograniczeniem dla działalności, zwłaszcza dla jednokierunkowych przepływów biznesowych (takich jak środki pieniężne netto pożyczkobiorców)”.

Podobno interwencje banku centralnego złagodziły te napięcia poprzez uwolnienie linii kredytowych banków i odwrócenie tendencji do sprzedaży aktywów obciążonych ryzykiem.

Zmiany na rynku w czasie kryzysu związanego z COVID-19 omówiono również w kontekście grupy zainteresowanych stron Komisji. CCP informowali, że w czasie

²⁰ Na podstawie wartości zaległych umów dotyczących transakcji repo i transakcji z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu w księgach 58 instytucji finansowych uczestniczących w badaniu.

²¹ ICMA, „The European repo market and the Covid-19 crisis”, kwiecień 2020 r.

kryzysu rynki rozliczanych transakcji repo nadal funkcjonowały sprawnie, przy wysokim poziomie aktywności. Z ich doświadczeń wynikało, że dostęp nie był ograniczony dla przedsiębiorstw po stronie kupna uczestniczących w rynku rozliczanych transakcji repo. Podkreślono również ogólną odporność infrastruktury rynkowej, w tym w odniesieniu do modeli depozytów zabezpieczających, przyczyniającą się tym samym do przewidywalności wniosków o depozyty zabezpieczające dla uczestników. Systemy programów emerytalnych zgłosiły negatywny wpływ znacznych wahań na rynku, w tym dużych wezwań do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego od kontrahentów dwustronnych i od członków rozliczających do klientów. Zgłosiły też, że z trudem są w stanie poradzić sobie z taką sytuacją, ale gdyby sytuacja na rynkach była gorsza, napotkałyby bardzo poważne problemy. Potwierdziły również, że banki niechętnie angażują się w pośrednictwo w zawieraniu transakcji repo oraz że mają trudności z uzyskaniem dostępu do bilansów banków członków rozliczających z myślą o uzyskaniu dostępu do rynków transakcji repo. W związku z tym systemy programów emerytalnych uważają, że na rynku transakcji repo nie można polegać we wszystkich warunkach rynkowych; systemy programów emerytalnych są często w dużym stopniu uzależnione od banków w zakresie dostępu do tego rynku, a banki mają ograniczone linie transakcji repo dla swoich klientów w okresach skrajnych warunków.

W obliczu trudności związanych z rynkami transakcji repo w okresach skrajnych warunków uczestnicy rynku często poruszali kwestię konieczności wprowadzenia przez bank centralny mechanizmu ochronnego w zakresie płynności w okresach skrajnych warunków. Według uczestników rynku ta rola mechanizmu ochronnego banków centralnych mogłaby obejmować zapewnianie przez banki centralne płynności podmiotowi objętemu regulacją, który następnie zapewniłby ją systemom programów emerytalnych: takim podmiotem mogłyby być banki lub CCP. Po otrzymaniu płynności z banków lub CCP systemy programów emerytalnych będą w stanie spełnić wezwania do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego w formie środków pieniężnych.

Należy zauważyć, że biorąc pod uwagę fakt, iż banki centralne mają wyłączną kompetencję w zakresie tworzenia instrumentów banku centralnego i interpretacji ich zamierzonego wykorzystania, każda opcja oparta na mechanizmie ochrony płynności przez bank centralny wymagałaby zatwierdzenia i wsparcia ze strony banków centralnych.

EBC przedstawił swoje stanowisko w tej sprawie. Jeżeli chodzi o banki, są one oczywiście kontrahentami polityki pieniężnej i są upoważnione do świadczenia usług w zakresie transakcji wymiany zabezpieczeń z zastrzeżeniem odpowiednich regulacji bankowych. W związku z tym są one w stanie pośredniczyć na rynku transakcji repo, w tym na podstawie wykorzystania przez nie instrumentów banku centralnego.

Jednak zdaniem EBC rola banku centralnego jako mechanizmu ochronnego nie wydaje się prosta, a nawet może być niewykonalna dla CCP, nawet jeżeli posiadają oni licencję bankową: podjęcie przez CCP usług w zakresie transakcji wymiany zabezpieczeń

wykracza, jak się wydaje, poza ich podstawową działalność, w związku z czym może budzić obawy związane z konsekwencjami dotyczącymi ryzyka. Ponadto, zdaniem EBC, jeżeli CCP podejmą się transakcji wymiany zabezpieczeń na podstawie dodatkowej licencji bankowej (jeżeli jest ona dozwolona), przyznane im obecnie zwolnienia z niektórych wymogów ostrożnościowych w zakresie bankowości – na podstawie tego, że CCP nie angażują się w typową działalność bankową i mają inny model biznesowy – nie wydają się już uzasadnione. Konieczna byłaby zatem dalsza analiza w celu ustalenia charakteru prawnego wszelkich tego typu uzgodnień, ich wpływu na zarządzanie ryzykiem CCP oraz zgodności z przepisami. Pierwsze reakcje niektórych CCP również sugerowały pewien sceptycyzm.

Jeżeli chodzi o potrzebę ewentualnego „wydzielenia” mechanizmu ochronnego banku centralnego dla systemów programów emerytalnych (w ramach którego systemy programów emerytalnych stałyby się kontrahentami banków centralnych i otrzymywałyby płynność bezpośrednio od nich), na forum dyskusji grupy zainteresowanych stron Komisji EBC zwrócił uwagę na perspektywę Eurosystemu, tj. skoncentrował się na potrzebach finansowania denominowanego w EUR podmiotów mających siedzibę w strefie euro. W ocenie ilościowej Eurosystemu oszacowano potrzeby płynnościowe systemów programów emerytalnych w strefie euro w celu zaspokojenia zmiennego depozytu zabezpieczającego w scenariuszu warunków skrajnych w oparciu o zmianę stóp procentowych o 1 % (zob. także powyżej). Jak wynika z danych dostępnych w odniesieniu do Eurosystemu, w strefie euro to niderlandzkie systemy programów emerytalnych są najbardziej zaangażowane w instrumenty pochodne i odpowiadają za 89 % wszystkich zawieranych transakcji zamiany stóp procentowych z funduszami emerytalnymi. Z analizy Eurosystemu wynika, że w takiej sytuacji rzeczywiste zapotrzebowanie na płynność systemów programów emerytalnych ze strefy euro byłoby możliwe do zaspokojenia (tj. poniżej 2 %) w porównaniu z ogólną wielkością europejskiego rynku transakcji repo (przybliżoną do pozostałej ilości transakcji repo), co sugeruje, że rynek transakcji repo sam w sobie mógłby stanowić rozwiązanie na potrzeby systemów programów emerytalnych w strefie euro. Na podstawie ustaleń stwierdzono, że ramy polityki pieniężnej Eurosystemu, w tym ramy prawne dotyczące jego kontrahentów, są odpowiednie dla celów realizacji polityki pieniężnej i nie uzasadniają zmian w zakresie ustanowienia specjalnego mechanizmu ochrony płynności dla systemów programów emerytalnych w ramach Eurosystemu²².

4. WNIOSEK

Kwestia rozliczeń centralnych systemów programów emerytalnych ma charakter długotrwały, a podczas ostatnich negocjacji w związku z EMIR stało się jasne, że współprawodawcy starali się promować jak najskuteczniejsze rozwiązanie, które

²² Instrument taki jak mechanizm ochrony płynności Eurosystemu byłby odmienny od awaryjnego wsparcia płynnościowego, które wchodzi w zakres mandatów krajowych banków centralnych.

umożliwiłoby takim podmiotom dostęp do systemu rozliczania centralnego opracowanego w ramach reform G20 w 2009 r., przy jednoczesnym uwzględnieniu potrzeby dysponowania odpowiednimi rozwiązaniami, które uwzględniałyby obawy w skrajnych warunkach rynkowych.

W grupie zainteresowanych stron Komisji odbyły się długie dyskusje, w trakcie których okazało się, że systemy programów emerytalnych zaczęły już dobrowolnie rozliczać niektóre instrumenty pochodne, w związku z czym można stwierdzić, że kluczową kwestią, która pozostaje do rozwiązania, jest kwestia zmiennego depozytu zabezpieczającego w formie środków pieniężnych w okresach skrajnych warunków rynkowych.

Komisja stale monitoruje rozwój sytuacji na rynku i ułatwia wymiany i dyskusje między zainteresowanymi stronami w celu znalezienia możliwych rozwiązań na przyszłość. Na przestrzeni lat zainteresowane strony z branży podejmowały istotne wysiłki. W szczególności po ostatecznym odrzuceniu możliwości wnoszenia zmiennego depozytu zabezpieczającego w obligacjach bezpośrednio do CCP ze względu na kwestie zgodności z charakterem i modelem biznesowym CCP, zbadano inne możliwości, aby lepiej umożliwić systemom programów emerytalnych wymianę zabezpieczeń.

Jak wskazano w niniejszym sprawozdaniu, w ostatnich latach opracowano modele ułatwionego dostępu w celu zbadania potencjalnie wykonalnej metody rozliczania centralnego systemów programów emerytalnych. Według najlepszej wiedzy Komisji z takiej możliwości korzysta już kilka systemów programów emerytalnych. Komisja, wraz z odpowiednimi zainteresowanymi stronami, zamierza dokładniej zbadać tę możliwość, w tym jej koszt dla systemów programów emerytalnych. To, że więcej niż jeden CCP przyjmuje taki model, wydaje się pozytywnym zjawiskiem, również pod względem promowania większego wyboru.

Znalezienie odpowiedniego rozwiązania będzie najprawdopodobniej wymagało wysiłku na wielu różnych frontach. Z jednej strony należy dokładniej ocenić niektóre aspekty regulacji bankowych, w tym to, czy ostatnie zmiany w obliczeniach wskaźnika dźwigni okazały się pomocne. Z drugiej strony należy rozważyć, jakie sposoby zabezpieczenia instrumentów wsparcia płynności w okresach skrajnych warunków dla systemów programów emerytalnych można przeanalizować.

Wyniki konsultacji publicznych zainicjowanych przez ESMA powinny dostarczyć dalszych informacji na temat ostatnich zmian na rynku, jak również ewentualnie dalsze dane ilościowe, które zostaną dokładnie przeanalizowane. Komisja jest również zdecydowana zbadać wszelkie odpowiednie i realne inicjatywy z myślą o dalszym dążeniu do stworzenia wykonalnego i solidnego rozwiązania w zakresie rozliczania centralnego.

W ciągu najbliższych miesięcy analizy te będą stanowić podstawę decyzji Komisji w odniesieniu do zwolnienia z obowiązku rozliczania centralnego.