

Brüsszel, 2020.9.23.
COM(2020) 574 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 (EMIR)¹, amely az EU-ban 2012-ben bevezette a tőzsdén kívüli származtatott ügyleteket érintő G20-reformokat, a tőzsdén kívüli származtatott ügyletek bizonyos típusai tekintetében átmeneti mentességet biztosít a központi elszámolási kötelezettség alól a nyugdíjkonstrukció-rendszereket üzemeltető jogalanyok számára².

A rendelet 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 foglalkoztató nyugdíj-szolgáltatási tevékenységeit, a 2002/83/EK irányelv hatálya alá tartozó biztosítóintézetek foglalkoztató nyugdíj-szolgáltatási tevékenységeit (feltéve, hogy az azokhoz kapcsolódó eszközöket és forrásokat a biztosítóintézet más tevékenységeitől elkülönítetten, az átcsoportosítás lehetősége nélkül kezelik és szervezik), valamint bármely más olyan, engedéllyel rendelkező és felügyelet alá tartozó, nemzeti keretek között működő szervezetet vagy rendszert is, amelynek elsődleges célja a nyugellátás biztosítása.

Az átmeneti mentességet annak érdekében biztosították, hogy figyelembe vegyék az ilyen szervezetek üzleti modelljeinek sajátosságait és a kötelező elszámolás nyugdíjakra gyakorolt esetleges hatásait: ahogy arra az európai piaci infrastruktúra-rendelet (26) preambulumbekzdése is emlékeztetett, a nyugdíjkonstrukció-rendszereket üzemeltető szervezetek „jellemezően minimálisra csökkentik a pénzeszközben tartott forrásokat a maximális eredményesség és ügyfelek számára a lehető legnagyobb hozam biztosítása céljából. Ha tehát az ilyen szervezeteket arra köteleznék, hogy tőzsdén kívüli származtatott ügyleteiket központilag számolják el, eszközeik egy jelentős részét pénzeszközre kellene váltaniuk annak érdekében, hogy megfeleljenek a központi

¹ 648/2012/EU rendelet.

² A mentesség egyrészt azokra a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekre vonatkozik, amelyek objektíven mérhető módon csökkentik a nyugdíjkonstrukció-rendszerek és a nyugdíjkonstrukció-rendszerek tagjait az ilyen rendszerek nemteljesítése esetén megillető kártérítés nyújtására létrehozott szervezetek fizetőképességéhez közvetlenül kapcsolódó befektetési kockázatokat, másrészt azokra a nyugdíjkonstrukció-rendszerekre vonatkozik, amelyek számára nehézséget okoz a változó letétre vonatkozó követelmények teljesítése (az európai piaci infrastruktúra-rendelet 89. cikke).

szerződő felek folyamatos biztosítékkövetelményeinek”. A tőzsdén kívüli származtatott ügyletek központi elszámolásához megfelelő mennyiségben rendelkezésre álló pénzeszközre van szükség annak érdekében, hogy eleget tudjanak tenni a központi szerződő felek biztosítékkövetelményeinek. Ahogy azt az EMIR keretrendszere elismeri, amennyiben a változó letétek esetleges bekérésének teljesítéséhez nagy mennyiségű pénzeszközt tartanak, az kedvezőtlen hatással lehet a nyugdíjasok nyugdíjjövedelmére.

A Europe Economics and Bourse Consult által a Bizottság számára 2014-ben készített független tanulmányban megbeccsülték, hogy a kamatlábak 1 %-os változása esetén az uniós nyugdíjalapoknak mekkora lehetséges változó letéteket kellene kifizetniük. Habár a tanulmány még az Egyesült Királyságra is kiterjed, az eredmények – figyelmen kívül hagyva az Egyesült Királyságot – azt mutatták, hogy ez az összeg 106 és 133 milliárd EUR között mozog, ami fokozottabb stresszhelyzetet feltételező forgatókönyvek esetén tovább növekedne.

A közelmúltban az eurórendszer³ és a dán központi bank⁴ további tanulmányokat készített. E tanulmányok arra engednek következtetni, hogy ugyanazon stresszforgatókönyv (azaz a kamatlábak 1 %-os változása) esetén az uniós nyugdíjalapok (az Egyesült Királyság kivételével) pénzügyi eszközeinek mintegy 52 %-át kitevő holland és a dán nyugdíjalapok⁵ összege 53 milliárd EUR, illetve a 106 milliárd DKK (megközelítőleg 14 milliárd EUR) alatt lenne, tehát a fent említett független tanulmányban szereplő ugyanezen számadatokhoz képest valamivel alacsonyabb lenne⁶. A pénzeszközök rendelkezésre álló egyenlegei alapján az összesített pénzeszközhiány az összes euróövezeti nyugdíjalap esetében a 17 milliárd EUR összeget is elérheti⁷.

A kamatlábak, a költségek és a kockázatok hasonló változásai nemcsak a nyugdíjkonstrukció-rendszereket érintenék, hanem olyan más pénzügyi vállalkozásokra is hatással lennének, amelyek központi elszámolást végeznek (pl. befektetési alapok, biztosítók), valamint az elismert biztosíték hiánya miatti nemteljesítés kockázata a kétoldalú származtatott ügyletek esetében is felmerülhet, nemcsak a központi elszámolás világában. Ahogy azonban az e témában készült első jelentésében az ESMA is elismeri, a nyugdíjkonstrukció-rendszerek láthatólag korlátozottabban képesek csökkenteni ezeket a kockázatokat a befektetési stratégiák rugalmassága, a

³ Európai Központi Bank, Pénzügyi stabilitási jelentés, 2020. május. A holland nyugdíjalapokra vonatkozó becslések 36–47 milliárd EUR körül mozognak; mivel az euróövezeti nyugdíjalapok kamatcsereügyleteinek mintegy 89 %-a a holland nyugdíjalapoknál van, az összes euróövezeti nyugdíjalapra vonatkozó letéti felhívás összege a becslések szerint 40–53 milliárd EUR között mozog.

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

⁵ Az euróövezeti számlák szerint 2019 végén.

⁶ A vonatkozó számadatok a holland és a dán nyugdíjalapok esetében körülbelül 60 milliárd, illetve 27 milliárd EUR összeget tettek ki.

⁷ A holland nyugdíjalapok pénzeszközhiányára vonatkozó becslések 6–15 milliárd EUR körül mozognak. Mivel az euróövezeti nyugdíjalapok kamatcsereügyleteinek mintegy 89 %-a a holland nyugdíjalapoknál van, az összes euróövezeti nyugdíjalapra vonatkozó pénzeszközhiány összege elérheti a 17 milliárd EUR-t.

kötelezettségeikhez igazodó befektetések rendelkezésre állása és a likviditási forrásokhoz való hozzáférés révén, miként azt a következő szakaszokban is kifejtjük.

Az átmeneti mentesség célja az volt, hogy biztosítsa a megfelelő technikai megoldás megtalálásához szükséges időt, ami lehetővé tenné a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára a központi szerződő feleken keresztüli központi elszámolást, ugyanakkor a nyugdíjasok jövedelmét illetően elkerülhetők lennének a jelentős káros hatások. Az EMIR keretrendszerén belül a nyugdíjkonstrukció-rendszerek tőzsdén kívüli származtatott ügyleteire – a vonatkozó küszöbértékek alatt – már most is kiterjednek a 11. cikkben meghatározott, az el nem számolt, tőzsdén kívüli származtatott ügyletekre vonatkozó működésikockázat-csökkentési és letéti követelmények, amelyeket 2017-ben fokozatos bevezetés mellett kezdtek alkalmazni⁸: e követelmények célja a nem központi szerződő feleken keresztül elszámolt származtatott ügyletekhez kapcsolódó kockázatok kezelése és egyben a központi elszámolás ösztönzése. A nyugdíjkonstrukció-rendszerekre az EMIR szerinti jelentéstételi kötelezettségek ugyancsak vonatkoznak.

Habár a nyugdíjkonstrukció-rendszerekkel és az egyéb érdekelt felekkel folytatott megbeszélések megerősítik, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszerek a központi szerződő feleken keresztül kívánják elszámolni az ügyleteket, sőt bizonyos esetekben már most is így járnak el, a kötelező elszámolás továbbra is problémákba ütközött. Ennek következtében, és mivel nem született életképes technikai megoldás, a központi elszámolás alóli mentességet az évek során meghosszabbították. Az EMIR Refit, amely 2019 júniusában lépett hatályba, 2021 júniusáig meghosszabbítja a mentességet, valamint arra is lehetőséget biztosít, hogy a Bizottság felhatalmazáson alapuló jogi aktusok útján további két alkalommal, legfeljebb egy-egy évvel meghosszabbíthassa azt. A rendelet végső célja azonban továbbra is az, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszerek tekintetében a lehető leghamarabb bevezessék a központi elszámolást, tekintettel arra, hogy a jelenlegi szabályozási és piaci fejleményeknek lehetővé kell tenniük a piaci szereplők számára, hogy megfelelő megoldásokat dolgozzanak ki (az EMIR (30) preambulumbekzdése). A központi szerződő feleknek, a klíringtagoknak és a nyugdíjkonstrukció-rendszereknek mindent meg kell tenniük annak érdekében, hogy hozzájáruljanak ilyen megoldások kidolgozásához.

Az EMIR Refit 85. cikke előírja, hogy a Bizottságnak a mentesség utolsó meghosszabbításáig évente jelentést kell készítenie, amelyben értékeli, hogy „kidolgoztak-e a nyugdíjkonstrukció-rendszerek általi, számlapénzben és nem számlapénzben, változó biztosítékeszközként történő biztosítékeszköz-nyújtásra vonatkozó életképes technikai megoldásokat, valamint hogy szükség van-e az említett életképes technikai megoldások megkönnyítését célzó intézkedésekre”.

A rendelet azt is előírja, hogy az ESMA-nak az EBH-val, az EIOPA-val és az ERKT-val együttműködve évente jelentést kell benyújtania a Bizottságnak, amelyben értékeli a helyzetet. A Bizottság 2020 áprilisában kapta meg az ESMA első jelentését. Az ESMA a jelentéssel egy időben nyilvános konzultációt indított annak érdekében, hogy

⁸ A Bizottság (EU) 2016/2251 felhatalmazáson alapuló rendelete.

további információkat gyűjtsön az érdekelt felektől, és 2020 decemberéig egy második, átfogóbb jelentést nyújtson be a Bizottságnak. Az ESMA átfogó jelentése ezért nem áll időben rendelkezésre ahhoz, hogy azt az Európai Bizottság beépítse ebbe a jelentésébe.

Az EMIR Refit megbízta továbbá a Bizottságot, hogy hozzon létre egy, az érintett érdekelt felek képviselőiből álló szakértői csoportot, hogy nyomon kövesse az erőfeszítéseiket, és értékelje az életképes technikai megoldások megtalálása terén elért eredményeket. A szakértői csoport – amely elődjének (a Bizottság nyugdíjalapokkal foglalkozó magas szintű munkacsoportjának) munkáját folytatja – a központi szerződő felek, a klíringtagok, a nyugdíjkonstrukció-rendszerek, a központi bankok és az egyéb érdekelt felek képviselőiből áll; eddig két alkalommal, 2019 októberében és 2020 áprilisában (konferenciahívás útján) ülésezett, és a továbbiakban is hathavonta fog ülésezni. A Bizottság továbbra is a csoport munkájára támaszkodva készíti el jelentéseit a társjogalkotók számára.

2. A JELENTÉS CÉLJA

E jelentéssel a Bizottság eleget tesz az EMIR rendelet 85. cikkében foglalt kötelezettségének.

E jelentés kellően figyelembe veszi az ESMA első jelentését, valamint a szakértői csoporton belül folytatott megbeszéléseket. Amint azt már kifejtettük, az ESMA által indított nyilvános konzultáció eredményei beépülnek a következő évben közzéteendő második bizottsági jelentésbe.

Ez a jelentés elemzi az érdekelt felek által a nyugdíjkonstrukció-rendszerek központi elszámolásával kapcsolatban azonosított főbb kérdéseket, valamint az eddig megvizsgált megoldásokat. Ahogy azt már említettük, a nyugdíjkonstrukció-rendszer központi elszámolás alóli mentessége 2021 júniusáig van hatályban: e határidőre, valamint emellett a megvalósítható és fenntartható központi elszámolási megoldások érdekében részletesebben megvizsgálandó szempontok azonosítására is tekintettel e jelentés célja az Európai Parlament és a Tanács naprakész tájékoztatása az e területen elért eredményekről.

3. AZ AZONOSÍTOTT FŐBB KÉRDÉSEK

3.1. A nyugdíjkonstrukció-rendszerek üzleti modelljének és a származtatott ügyletek igénybevételének háttere

Az európai nyugdíjkonstrukció-rendszerek – különösen néhány tagállamban, például Hollandiában és Dániában – a tőzsdén kívüli származtatott ügyletek piacának aktív szereplői. E rendszerek arra használják az ilyen származtatott ügyleteket, hogy számos kockázat – többek között a kamatláb- és az inflációs volatilitás – szempontjából fedezzék kötelezettségeiket, és végső soron védjék magukat a pénzügyi fizetőképességi kockázatokkal szemben. A nyugdíjalapok jelenlegi és jövőbeli nyugdíjasokkal

szembeni kötelezettségei hosszú lejáratúak, amelyekhez hosszú lejáratú eszközöket kell rendelni; ezek az eszközök jellemzően államkötvények és vállalati kötvények; úgy tűnik azonban, hogy az uniós nyugdíjkonstrukció-rendszerek esetében nem valósítható meg, hogy a kötelezettségeket teljes egészében kötvényekkel fedezzék, lévén a megfelelő jellemzőkkel rendelkező kötvények korlátozottan állnak rendelkezésre; ráadásul a származtatott ügyletek jobban megfelelhetnek a nyugdíjkonstrukció-rendszerek kötelezettségeinek, mert a csereügyleteket gyakran az ilyen kötelezettségek értékelési célú diszkontálására használják. Ahogy arról az ESMA beszámolt, az uniós nyugdíjkonstrukció-rendszerek e tekintetben más helyzetben vannak, mint az amerikai nyugdíjalapok, amelyek fedezeti célból nagyobb mértékben támaszkodnak az olyan hosszú lejáratú eszközökre, mint a vállalati és államkötvények: az amerikai nyugdíjalapok kötelezettségei az uniós nyugdíjkonstrukció-rendszerekhez képest általában rövidebb futamidejűek, kötelezettségeiket jellemzően AA minősítésű vállalati kötvények hozamának felhasználásával diszkontálják, az amerikai vállalati kötvénypiac pedig mélyebb. Ahogy azt az ESMA is elismeri, a nyugdíjkonstrukció-rendszerek esetében strukturális szempontból szükségesnek tűnik, hogy részt vegyenek a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekben.

A nyugdíjkonstrukció-rendszerek származtatottügylet-portfóliója jellemzően nagy, hosszú lejáratú és egyirányú, és az ESMA szerint az ágazat összesített pozíciója rendszerszintű kockázatot jelenthet.

Ami a származtatott ügyletek típusait illeti, a nyugdíjkonstrukció-rendszerek a hosszú távú kamatsereügyletek széles körű felhasználói: a DTCC-től származó, EMIR-rel kapcsolatos 2015. évi adatok szerint a legalább egyik félként valamely uniós biztosítóval vagy nyugdíjallappal kötött kamatsereügyletek körülbelül 20 %-a volt 30 éves futamidejű, szemben a világszerte, amely kevesebb mint 10 % volt⁹. A kamatsereügylet a származtatott ügyletek azon kategóriája, amelyre az EMIR értelmében elszámolási kötelezettség vonatkozik. A nyugdíjkonstrukció-rendszerek a származtatott termékekkel kétoldalúan kereskednek vagy – általában a klíringtagok ügyfeleiként – azokat központi szerződő feleken keresztül számolják el.

Érdemes megjegyezni, hogy a nyugdíjkonstrukciók és -piacok meglehetősen eltérőek az Unióban: egyes tagállamokban a második pillérhez tartozó nyugdíjrendszerek fejlettebbek, mint más tagállamokban, és a járadékalapú nyugdíjalapok elterjedtebbek; más tagállamokban a járulékalapú modell terjedt el. A 2018 végi adatok szerint a nyugdíjkonstrukció-rendszerek legnagyobb uniós piacai Hollandiában és Dániában találhatók, ahol a pénzügyi eszközök GDP-hez viszonyított aránya átlagosan 173,3 %, illetve 198,6 %. Írországban szintén hasonló rendszerek működnek. Ezekben az országokban a magánnyugdíjrendszerek fontos szerepet játszanak a nyugdíjasok nyugdíjjövedelmének biztosításában.

3.2. A nyugdíjkonstrukció-rendszerek központi elszámolásával kapcsolatos probléma

⁹ Európai Rendszerkockázati Testület, Időszakos kiadvány, 11. sorozat, 2016.

A nyugdíjkonstrukció-rendszerek központi elszámolása tekintetében azonosított fő probléma az, hogy a központi szerződő feleken keresztüli elszámoláshoz pénzbeli változó letét nyújtására van szükség; a Bizottság érdekképviseleti csoportjában folytatott megbeszélések rávilágítottak, hogy ez piaci stresszhelyzet esetén problémát jelent a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára.

A központi elszámolási modellben a központi szerződő felek az általuk kezelt származtatott pozíciók piaci értékében bekövetkezett változások kompenzálásához változó letétet kérnek a résztvevőiktől. Ily módon a központi szerződő feleket mindig a piaci mozgásokból fedezik, és a piaci résztvevők idővel nem halmoznak fel jelentős veszteségeket a központilag elszámolt portfóliójuk tekintetében. A veszteségeket és a nyereségeket a központi szerződő fél számítja ki, és azokat a piaci értéken történő értékelési eljárás keretében naponta teljesítik. A változó letét nyújtásának célját a legjobban a pénzeszköz szolgálhatja, mert minimálisra csökkenti az értékvesztések kockázatait, átadása pedig végleges. A pénzeszköz változó letétként való átadása működési szempontból ugyancsak kevésbé összetett, valamint összhangban van a központi szerződő felek likviditási kockázatának kezelése tekintetében az EMIR-ben meghatározott megközelítéssel¹⁰.

Ez azt jelenti, hogy a klíringben részt vevő feleknek megfelelő összegű pénzeszközök segítségével meg kell tudniuk birkózni az ilyen kérésekkel: ha nem ez a helyzet, és a klíringtag nem tudja időben befizetni a szükséges változó letétet, akkor azt a központi szerződő fél nemteljesítőnek nyilvánítja, és ezt követően nemteljesítési eljárásokat indít el a számviteli nyilvántartásainak rendbetétele érdekében. Ezenkívül rövid időn belül változó letétet kell nyújtani a központi szerződő felek számára, ami további működési nehézségeket okoz¹¹.

A készpénz magas alternatív költséggel jár, mivel nem olyan nyereséges, mint más eszközök, és nem alkalmas arra, hogy egyensúlyban tartsa a nyugdíjkonstrukció-rendszerek kötelezettségeinek lejáratát, ami annak a kockázatnak teszi ki őket, hogy nincsenek összhangban az eszközök és kötelezettségek. Az egyéb, magasabb hozamú eszközök helyett nagy összegű készpénz tartása hozzájárulna a nyugdíjasok hozamának csökkenéséhez, és hatással lenne a nyugdíjkonstrukció-rendszerek eszközallokációjára, emellett a nyugdíjalapok valójában jellemzően nem tartanak sok készpénzt, ahogy az az OECD által közzétett éves globális nyugdíjstatisztikákból is kiderül.

A pénzbeli változó letétek kérdése a növekvő kamatlábszintekkel összefüggésben kihívást jelenthet, különösen piaci stresszhelyzetben, amikor a változó letétek központi szerződő felek általi bekérése jelentősen megnövekedhet a nyugdíjkonstrukció-rendszerek esetében.

¹⁰ Emellett a pénzbeli változó letét azt is lehetővé teszi a központi szerződő felek számára, hogy továbbra is biztosak maradjanak abban, hogy képesek helyesen értékelni ügyleteiket, és ez az elszámolt csereügyletek piacának valamennyi piaci résztvevője által az elszámolt csereügyletek tekintetében elfogadott piaci szokás.

¹¹ A napon belüli letéti felhívások esetében egyes központi szerződő felek lehetővé teszik a résztvevők részére, hogy pénzeszközök helyett értékpapírokat használjanak; a nap végi letéti felhívásokat azonban készpénzben kell teljesíteni.

Sőt, nagy összegű változó letéti felhívásokra olyan, nem központilag elszámolt ügyletekkel összefüggésben is sor kerülhet, amelyekben a nyugdíjkonstrukció-rendszerek jelenleg részt vesznek. Ebben az összefüggésben azonban a nyugdíjkonstrukció-rendszerek készpénztől eltérő formában is nyújthatnak változó letétet, például jó minőségű államkötvényeket is használhatnak (amelyben az eszközalapú nyugdíjalapok jellemzően bővelkednek) – még akkor is, ha a közelmúltban gyakrabban előfordulhatott, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszereket arra kérték, hogy a kétoldalú ügyleteik során is készpénzben nyújtsanak változó letétet.

Meg kell jegyezni, hogy az EMIR szabályozási keretének célja, hogy a kapcsolódó kockázatokkal összhangban azáltal is előmozdítsa a központi elszámolást, hogy kevésbé kedvezővé teszi a kétoldalú ügyleteket: ez és más szabályozási fejlemények – a piaci erőkkel együtt – várhatóan a központilag elszámolt származtatott ügyletek volumenének növekedéséhez vezetnek, és fennáll annak a lehetősége is, hogy a nem elszámolt ügyletekhez képest jobb árazást eredményeznek az elszámolt ügyletek esetében. Valójában, ahogy azt már említettük, bizonyos nyugdíjalapok önkéntes alapon és válogatott módon már megkezdték a központi elszámolást.

Meg kell jegyezni, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszerek általában nagyobb valószínűséggel számolnak el közvetve, klíringtagok ügyfeleiként, mint hogy a központi szerződő fél közvetlen klíringtagjaivá váljanak, ahogy azt a következő szakaszokban részletesen kifejtjük.

A fentiek háttér-információkkal szolgálnak azokról a jellemzőkről, amelyeket a központi elszámolás kérdésével kapcsolatos lehetséges megoldásnak fel kell mutatnia: e megoldásnak megfelelő egyensúlyt kell teremtenie a pénzügyi stabilitás célkitűzése és annak szükségessége között, hogy a megoldás a költségek szempontjából életképes legyen a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára, hogy ne érintse túlzott mértékben a nyugdíjasok juttatásait, valamint e megoldásnak a piaci stresszhelyzetekben is kellően szilárdnak kell lennie.

3.3. Az eddig feltárt lehetséges megoldások

A nyugdíjkonstrukció-rendszerek központi elszámolásáról folytatott vita keretében az évek során különböző megoldási lehetőségeket tártak fel. Az EMIR keretében 2015-ben e témában készített bizottsági jelentés körvonalazott néhány lehetséges megoldást, és arra a következtetésre jutott, hogy nem dolgoztak ki életképes technikai megoldást.

Az eddig vizsgált megoldások arra összpontosítottak, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszerek hogyan tudnának biztonságos és költséghatékony módon változó letétet nyújtani a központi szerződő felek számára. A 2015. évi bizottsági jelentés szerint az első szakaszban azt mérlegelték, hogy a központi szerződő felek elfogadhatnak-e készpénztől eltérő formájú változó letétet, például magas besorolású államkötvényeket: általánosságban azonban elismerték, hogy egy ilyen megoldást nehéz lenne megvalósítani, mivel a központi szerződő feleknek így egy készpénzre átváltandó kötvényportfóliót kellene kezelniük az ehhez kapcsolódó kockázatokkal együtt, ami torzíthatja a semleges pozíciókat tartalmazó könyv vezetésében betöltött szerepüket.

Ennélfogva most a megoldási lehetőségek második körét vizsgálják, amelyek alapján a nyugdíjkonstrukció-rendszerek a központi szerződő felek letéti felhívásainak teljesítése érdekében készpénzre cserélhetik kötvényeiket (biztosítékátalakítás). Az ágazati érdekelt felek által az elmúlt években feltárt és kidolgozott lehetséges megoldások valójában arra összpontosítottak, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszerek miként tudnák hatékonyan megvalósítani a biztosítékátalakítást.

A klíringtagok általi biztosítékátalakítás

A klíringtagok, például bankok jellemzően repoügyletek útján biztosítékátalakítási szolgáltatásokat¹² nyújthatnak ügyfelek, köztük a nyugdíjalapok részére. Valójában a központi elszámolásban részt vevő nyugdíjkonstrukció-rendszerek többsége a klíringtagok ügyfeleként most is így jár el, amit akár a kötelező elszámolás keretében is folytathat. A repoügylet olyan ügylet, amelynek keretében az egyik fél eszközt ad el egy másik félnek, és kötelezettséget vállal arra, hogy az eszközt a megállapodás szerinti áron egy jövőbeli időpontban visszavásárolja. Az eszköz rendszerint kötvény, amely biztosítékként szolgál a pénzeszköz kölcsönnyújtójának partnerkockázattal szembeni biztosítására. A repoügyletek tehát annak eszközeként használhatók, hogy a kötvényeket készpénzzé alakítsák át és változó letéteket nyújtsanak, további előnye pedig, hogy a kötvények a kötvények nyújtójának tulajdonában maradnak és hosszú távon továbbra is hozamot biztosítanak számára.

A nagy bankcsoportok jellemzően a repopiacokon tevékenykednek. Felmerült ugyanakkor néhány olyan tényező, amely visszatartja a klíringtagokat attól, hogy ilyen ügyletekben vegyenek részt. Ahogy azt számos piaci szereplő felvetette, a tőkeáttételi mutató Bázeli III keretrendszer szerinti kialakítása miatt már nem olyan kedvező részt venni a repoügyletekben, mivel az ilyen ügyletek alacsony árrésszel rendelkeznek és növelik a bankok mérlegösszegeit, ily módon hozzájárulnak a mutató nevezőjének növekedéséhez. A bankoknak így nagyobb összegű alapvető tőkével kell rendelkezniük ahhoz, hogy eleget tudjanak tenni e követelménynek. A globális pénzügyi rendszerrel foglalkozó bizottság repopiacokról szóló 2017-es elemzése¹³ hasonló megfontolásokat tartalmazott, amely rámutatott arra, hogy összefüggés lehet a bankok mérlegének méretére összpontosító (a túlzott tőkeáttétel korlátozását célzó) szabályozási reformok és a repoügyletek elérhetőségével kapcsolatos – a végfelhasználókat is érintő – következmények között¹⁴. E tekintetben az elmúlt években mégis nőtt az Unióban a repopiac volumene¹⁵, és az EKB elemzése szerint az euróövezeti bankok által nyújtott

¹² Ilyen szolgáltatást a klíringtagjaiktól eltérő más bankok is nyújthatnak a nyugdíjalapoknak.

¹³ Globális pénzügyi rendszerrel foglalkozó bizottság (CGFS), „Repo market functioning”, 2017.

¹⁴ „A közvetítői kapacitás csökkenése a repopiacok azon képességét is gyengítheti, hogy a jövőbeli stresszidőszakok során kielégítsék a keresletet. A repopiac működésének gyengülése súrlódásokat okozhat a készpénzpiacokon és a származtatott termékek piacain, valamint csökkentheti a pénzügyi intézmények azon képességét, hogy pénzzé tegyék eszközeiket. A pénzügyi stabilitást és a reálgazdaságot érintő, ebből fakadó költségek mértéke stresszhelyzetben összességében jelentős lehet, habár a közelmúltban az ilyen helyzetek nem öltöttek jelentős méreteket. A repopiaci kiigazítások mérsékelhetik egyes végfelhasználók költségeit, azonban új kockázatokat is eredményezhetnek”.

¹⁵ Nemzetközi Tőkepiaci Szövetség (ICMA), 2019. december, Európai repopiaci felmérés.

reposzolgáltatásokra vonatkozó szabályozási reformok nem kívánt következményei elhanyagolhatók voltak¹⁶.

Ráadásul a tőkeáttételi mutatóval kapcsolatos eredeti elgondolás kevésbé tette kedvezővé a bankok számára, hogy ügyfélklíring szolgáltatásokat nyújtsanak, mert az ügyfelek által befizetett letéteket nem lehetett a kitettség összegének ellensúlyozására használni (ami megjelenne a mutató nevezőjében). 2019-ben a Bázeli Bizottság¹⁷ a tőkeáttételi mutató kiszámításával kapcsolatban módosítások bevezetését javasolta, hogy ez ne hozza indokolatlanul hátrányos helyzetbe az ügyfélklíringet. Ezek a módosítások megjelentek a tavaly júniusban hatályba lépett, felülvizsgált tőkekövetelmény-rendeletben.

A tőkeáttételi mutatóhoz kapcsolódóan a fordított repoügyletek kezelése tekintetében is vezettek be módosítást. E módosítások elősegíthetik, hogy a bankok ügyfélklíringben és esetleg repoügyletek közvetítésében vegyenek részt, ezáltal a repopiacok likviditását is támogatva. E módosítások hatását értékelni kell.

Emellett aggályok merültek fel azzal kapcsolatban, hogy a repopiacok képesek-e együttesen kielégíteni az összes nyugdíjkonstrukció-rendszer készpénzigényét, különösen stresszhelyzetben, ahogy azt az alábbiakban részletesebben kifejtjük.

A biztosíték elszámolt repopiacokon keresztüli átalakítása

Az elmúlt években egyes központi szerződő felek új modelleket dolgoztak ki a nyugdíjkonstrukció-rendszerek központi elszámolásának támogatására, ami azon alapul, hogy megkönnyítik a nyugdíjkonstrukció-rendszerek központi szerződő felekhez és elszámolt repopiacokhoz való hozzáférést; ez az elszámolt, tőzsdén kívüli piacokhoz való hozzáférést is magában foglalhatja. Az Európai Unióban legalább egy központi szerződő fél dolgozott ki ilyen modelleket, és a Bizottság tudomása szerint valószínűleg más központi szerződő felek is fogadnak el hasonló modelleket¹⁸. Ebben a keretrendszerben a nyugdíjkonstrukció-rendszerek közvetlen szerződéses kapcsolatban állnak a központi szerződő féllel, és azokat egy klíringtag (jellemzően egy bank) „segíti” (vagy más módon „támogatja”), amely elszámoló ügynökként jár el és megkönnyíti a nyugdíjkonstrukció-rendszerek központi elszámolását, például azáltal, hogy hozzájárul a központi szerződő fél garanciaalapjához, valamint részt vesz a nemteljesítések kezelésében és más szolgáltatásokban (fedezetkezelés stb.).

Ezek a modellek önmagukban nem szüntetik meg annak szükségességét, hogy az elszámolt, tőzsdén kívüli származtatott ügyletek esetében pénzbeli változó letétet nyújtsanak, azonban ezen felül a repopiacokhoz is hozzáférést biztosítanak. Az ilyen „egyszerűsített tagságon” alapuló modellek céljai közé tartozna az is, hogy enyhítsék az ügyfélklíringgel kapcsolatos korlátozások némelyikét, például azt, hogy az Unióban az

¹⁶ EKB, Pénzügyi stabilitási jelentés, 2017.

¹⁷ Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság, „Leverage ratio treatment of client cleared derivatives”, 2019.

¹⁸ A Bizottság rendelkezésére álló információk alapján az EU-n kívül a LCH Ltd (Egyesült Királyság), a Canadian Derivatives Clearing Corporation (Kanada) és a DTCC FICC (USA) vezetett be a repoügyletek kapcsán vételi oldali elszámolási ajánlatokat.

ügyletclearing csupán néhány clearingtagra koncentrálódik, vagy hogy valamely clearingtag nemteljesítése esetén felmerül az ügyfélpozíciók hordozhatóságának kérdése. A bankok szempontjából az ilyen modelleknek a hagyományos ügyfélclearing-tevékenységekhez képest a tőkekövetelmények tekintetében kevésbé szigorúnak kell bizonyulniuk.

A Bizottság legjobb tudomása szerint ez a modell az idők során, a piaci étvágy némi növekedése mellett alakult ki, azonban eddig csupán néhány – jellemzően nagy – nyugdíjkonstrukció-rendszer kezdett igénybe venni ilyen szolgáltatást. Ennek egyik nyilvánvaló oka az lehet, hogy a központi szerződő féllel fennálló közvetlen kapcsolat működési és jogi szempontból további felkészültséget, a piaci szereplők – a nyugdíjkonstrukció-rendszerek és a clearingtagok – részéről pedig befektetéseket tehet szükségessé. Ezenkívül a Bizottság érdekképviselői csoportjában részt vevő nyugdíjalapok arról számoltak be, hogy az ilyen modellek általában csak a nagy nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára elérhetők, azokat jelenleg csak néhány bank támogatja, és a nyugdíjkonstrukció-rendszerek ennek keretében is a clearingtagok kapcsolódó szolgáltatások nyújtására való hajlandóságára hagyatkoznak.

A Csereügyletek és Derivatívák Nemzetközi Társasága (ISDA) és a Pensions Europe 2018. évi közös dokumentuma¹⁹ szerint a piac érdeklődéssel szemléli a közvetlen vagy az „egyszerűsített” tagságon alapuló modelleket, már csak azért is, mert a bankok számára érdekesebbek lehetnek, mint a hagyományos ügyfélclearing-kapcsolatok. Úgy tűnik, hogy a teljes körű közvetlen tagság több okból is kihívást jelent (ideértve többek között, hogy eleget kell tenni a központi szerződő felek részvételi követelményeinek, teljesíteni kell a garanciaalaphoz való hozzájárulásokat, valamint operatív kapacitásokkal kell rendelkezni); az egyszerűsített hozzáférést biztosító modellek lehetőséget kínálhatnak, hogy közelebb kerüljenek ennek megvalósításához. A Bizottság érdekképviselői csoportjában részt vevő nyugdíjalapok szerint még mindig szükség lenne némi további hasznos változtatásra.

Vita a repopiacokról

A nyugdíjkonstrukció-rendszerek általában hasznos eszköznek tekintik a repopiacot a likviditási igényeik kielégítéséhez, és az Európai Bizottság által létrehozott szakértői csoport megbeszélésein azt általában a változó letéttel kapcsolatos kérdésre adandó átfogó megoldás egyik lehetséges elemeként jellemezték.

Az ágazat azonban továbbra is aggályosnak tartja, hogy a repopiacok képesek lesznek-e kielégíteni az abból eredő általános készpénzigényt, hogy valamennyi nyugdíjkonstrukció-rendszernek piaci stresszhelyzetben kell elszámolnia, amikor a repopiacokra valószínűleg nyomás nehezedik a nagy likviditási kereslet kielégítését illetően – amely nem csak a nyugdíjkonstrukció-rendszerek részéről jelentkezik. Ezenkívül stresszhelyzetben az is előfordulhat, hogy a bankok nem mindig hajlandók vagy nem ugyanolyan mértékben hajlandók repoügyleteket nyújtani a

¹⁹ A Pensions Europe és az ISDA „Potential demand for clearing by EU Pension Funds” című közös dokumentuma, 2018.

nyugdíjkonstrukció-rendszerek részére. Ahogy arra az ESMA rámutat, több ilyen és más szempont is kapcsolódik a bankok és azok nyugdíjkonstrukció-rendszer ügyfelei közötti általános kereskedelmi kapcsolathoz. Ha a nyugdíjkonstrukció-rendszerek stresszhelyzetben nem tudják igénybe venni a repopiacot, előfordulhat, hogy nem tudnak eleget tenni a központi szerződő felek letéti felhívásainak, és ez akár szélesebb körű pénzügyi stabilitási problémákhoz is vezethet. E tekintetben hasznosnak bizonyulhat az a lehetőség, hogy a bankok és a nyugdíjkonstrukció-rendszerek között diverzifikált likviditási megállapodások jöjjenek létre.

Az elszámolt repopiacoknak megvan az az előnye, hogy likvidebbek, mint a kétoldalú piacok, mivel a bankok elvben a kétoldalú repoügyletekkel szemben nagyobb hajlandóságot mutatnak arra, hogy elszámolt repoügyletekkel kereskedjenek – nem utolsósorban azért, mert nettósítani tudják a központi szerződő féllel fennálló pozícióikat. A globális pénzügyi rendszerrel foglalkozó bizottság (2017) szerint az euróövezetben „az elmúlt években nőtt a központi szerződő feleken keresztül folytatott repopiaci kereskedés részaránya, amely az euróövezet repopiaci volumenének 50–60 %-át tette ki annak köszönhetően, hogy vonzóak voltak mérlegkezelési szempontból”. Ezzel összefüggésben kell szemlélni az egyes központi szerződő felek által annak lehetővé tétele érdekében tett erőfeszítéseket is, hogy a végfelhasználók közvetlenül részt vehessenek az elszámolt repoügyletekkel foglalkozó platformjaikban. A nyugdíjkonstrukció-rendszerek arról számoltak be, hogy az elszámolt repopiac a kétoldalú repoügyletekhez képest további repokapacitást kínálhat, azonban szembe kell néznie a fent említett korlátokkal is.

A Nemzetközi Tőkepiaci Szövetség (ICMA) áttekintést nyújt az európai repopiacok működéséről, amely a 2019. évi repopiaci felmérésében 8 310 milliárd EUR nagyságúra becsülte a piac teljes méretét²⁰. Az ICMA 2018. és 2019. évi európai repopiaci felmérése megerősíti, hogy a megítélés szerint az európai repopiac általában jól működik, ennél fogva a biztosítékátalakítás csatornájaként szolgálhat; a repopiacok azonban a negyedév és az év végén kevésbé likvidek, mivel a bankok a jelentéstételi határidők közeledtével a repopozícióik lezárására törekednek. Az elmúlt években csökkent az ilyen rendszeres visszaesések mértéke, és a jövőben várhatóan tovább fog csökkenni, többek között annak köszönhetően, hogy az EU-ban végrehajtják a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság legutóbbi, a negyedév végi és az év végi volatilitás csökkentésére irányuló ajánlásait.

Az ICMA a Covid19-válság nyomán bekövetkezett legutóbbi piaci fejleményeket is elemzi²¹. E felmérés szerint az európai repopiac a legtöbb esetben jól helyt állt a Covid19-világjárvány idején, amely 2020 február végén/március elején vette kezdetét. Március első két hetében nőtt a repopiaci tevékenység, ami a letéti felhívások teljesítése és a kockázatosabb eszközökből a rövid lejáratú eszközökbe való áramlások miatt felmerült megnövekedett biztosítékátalakítási igényeknek tudható be. Az ügyfelek

²⁰ A felmérésben részt vevő 58 pénzügyi intézmény könyveiben szereplő, lezáratlan repomegállapodások és a fordított repomegállapodások értéke alapján.

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

azonban arról számoltak be, hogy a bankok alig tudtak megbirkózni a repoügyletek iránti növekvő kereslettel, és néhány bank elkezdte csak a legjelentősebb ügyfeleket kiszolgálni. A felmérés szerint „habár a válság csúcspontján nőtt a repopiacához való hozzáférés iránti kereslet, a bankok ezzel kapcsolatos közvetítői kapacitása azonban nem. A vételi oldali résztvevők arról számolnak be, hogy egyre nagyobb mértékben támaszkodnak a repopiacra, mivel a forráskiáramlás miatt készpénzt kell termelni a részesedésekkel szemben, valamint a volatilitás növekedésével eleget kell tenni a származtatott pozíciókkal szembeni letéti felhívásoknak. Úgy tűnik azonban, hogy a bankok nehezen tudtak lépést tartani az ügyfelek igényeivel. Sok bank számol be arról, hogy üzleti tevékenységét a legjelentősebb ügyfeleikre korlátozza, és nincs kapacitásuk új üzleti tevékenységek folytatására. A bankok továbbá arról számolnak be, hogy a fokozott volatilitás fényében a tőkeáttételi mutató helyett inkább a kockázattal súlyozott eszközökkel kapcsolatos korlátozások váltak az üzleti tevékenységek kötelező érvényű korlátjává, különösen az egyirányú üzleti forgalom (például a nettó készpénz-hitelfelvevők) esetében.”

A beszámolók szerint a központi banki intervenciók enyhítették ezeket a feszültségeket azáltal, hogy felszabadították a bankok hitelkereteit és visszafordították a kockázati eszközök eladását.

A Covid19-válság alatti piaci fejleményeket a Bizottság érdekképviselői csoportján belül is megvitatták. A központi szerződő felek arról számoltak be, hogy az elszámlolt repopiacok a válság alatt is zavartalanul működtek és nagy volumenű tevékenységet folytattak. Emlékeik szerint a hozzáférést nem korlátozták az elszámlolt repoügyletek piacán részt vevő, vételi oldali cégek tekintetében. Kiemelték a piaci infrastruktúra általános rezilienciáját is, többek között a letéti modellek kapcsán is, ily módon hozzájárulva a résztvevőkhöz intézett, letéti kérések kiszámíthatóságához. A nyugdíjkonstrukció-rendszerek arról számoltak be, hogy jelentős piaci volatilitástól szenvednek, valamint a kétoldalú ügyletek partnerei és a klíringtagok részéről nagyszámú letéti felhívást kapnak. Arról is beszámoltak, hogy alig tudnak megbirkózni ezzel a helyzettel, de ha a piacok rosszabbul teljesítettek volna, nagyon komoly nehézségekkel kellett volna szembenézniük. Azt is megerősítették, hogy a bankok vonakodva vettek részt a repoügyletek közvetítésében, valamint a repopiacokhoz való hozzáférés érdekében nehezen fértek hozzá a klíringtag bankok mérlegéhez. A nyugdíjkonstrukció-rendszerek emiatt úgy érzik, hogy nem támaszkodhatnak minden piaci helyzetben a repopiacra; a nyugdíjkonstrukció-rendszerek a repopiacához való hozzáférést illetően gyakran erősen függenek a bankoktól, és a bankok stresszhelyzetben korlátozott repokerettel rendelkeznek ügyfeleik számára.

A stresszhelyzetben tapasztalt, repopiacokkal kapcsolatos nehézségek fényében a piaci szereplők gyakran felvetették azt a problémát, hogy stresszhelyzetben szükség lenne egy központi banki likviditási védőhálóra. A piaci szereplők szerint a központi bankok védőhálószerepét úgy is ki lehetne alakítani, hogy a központi bankok likviditást biztosítanak valamely szabályozott szervezetnek, amely ezt követően a nyugdíjkonstrukció-rendszerek rendelkezésére bocsátaná ezt a likviditást: e szervezet

bank vagy központi szerződő fél is lehetne. A nyugdíjkonstrukció-rendszerek – miután likviditást szereztek a bankoktól vagy a központi szerződő felektől – teljesíteni tudnák a pénzbeli változó letéti felhívásokat.

Meg kell jegyezni, hogy mivel a központi banki hiteleszközök létrehozása és azok tervezett felhasználásának értelmezése a központi bankok kizárólagos hatáskörébe tartozik, a központi bankoknak minden, központi banki likviditási védőhálón alapuló megoldást jóvá kellene hagyniuk és támogatniuk kellene.

Az EKB ismertette a kérdéssel kapcsolatos álláspontját. Ami a bankokat illeti, azok természetesen monetáris politikai partnerek, és a vonatkozó banki szabályozás mellett jogosultak biztosítékátalakítási szolgáltatásokat nyújtani. Következésképpen képesek a repopiacon közvetíteni, többek között a központi banki hiteleszközök igénybevétele alapján.

Az EKB szerint azonban a központi bank védőhálószerpe nem tűnik egyértelműnek, sőt nem is valósítható meg a központi szerződő felek esetében, még akkor sem, ha ez utóbbiak banki engedéllyel rendelkeznek: úgy tűnik, hogy a biztosítékátalakítási szolgáltatások központi szerződő felek általi igénybevétele a fő üzleti tevékenységi körükön kívül esik, ennél fogva aggályok merülhetnek fel a kockázati következményekkel kapcsolatban. Ezenkívül az EKB szerint, ha a központi szerződő felek pótlólagos banki engedélyük alapján végeznek biztosítékátalakítást (amennyiben biztosított ez a lehetőség), nem tűnik észszerűnek, hogy továbbra is mentességet biztosítsanak számukra bizonyos prudenciális banki követelmények alól azon az alapon, hogy a központi szerződő felek nem végeznek tipikus banki tevékenységeket és eltérő üzleti modellel rendelkeznek. Ezért további elemzésre lenne szükség az ilyen rendszerek jogi jellegével, a központi szerződő felek által végzett kockázatkezelés hatásaival és e rendszerek szabályozási megfelelésével kapcsolatos kérdések tisztázása érdekében. Egyes központi szerződő felek első reakciói némi szkepticizmusról árulkodnak.

Ami a nyugdíjkonstrukció-rendszerek lehetséges „célzott” központi banki védőhálójának szükségességét illeti (mivel a nyugdíjkonstrukció-rendszerek a központi bankok partnereivé válnak és közvetlenül tőlük kapnak likviditást), az EKB az eurórendszer szemszögéből – azaz az euróövezetben székhellyel rendelkező szervezetek euróban denominált finanszírozási igényeire összpontosítva – részt vett a Bizottság érdekképviselői csoportján belül folytatott vitában. Az eurórendszer által végzett mennyiségi értékelés keretében megbecsülték, hogy az euróövezeten belüli nyugdíjkonstrukció-rendszereknek a kamatlábak 1 %-os változásán alapuló stresszforгатatókönyv esetében mekkora likviditásra van szükségük a változó letét teljesítéséhez (lásd még fent). Az eurórendszer rendelkezésére álló adatok alapján az euróövezeten belül a holland nyugdíjkonstrukció-rendszerek vesznek részt a legnagyobb mértékben a származtatott ügyletekben: a nyugdíjalapok összes kamatcsereügyletének 89 %-át ők kötötték. Az eurórendszer által végzett elemzés megállapította, hogy az európai repopiac teljes méretéhez viszonyítva (amely a fordított repoügyletek kinnlévő összege alapján közelíthető meg) az euróövezeti

nyugdíjkonstrukció-rendszerek tényleges likviditási igényei ilyen körülmények között kezelhetők lennének (azaz 2 % alatt maradnának), ami arra enged következtetni, hogy a repopiac önmagában megoldást kínálhatna az euróövezeti nyugdíjkonstrukció-rendszerek igényeinek kielégítésére. A megállapítások alapján arra a következtetésre jutottak, hogy az eurórendszer monetáris politikai kerete – ideértve az ügyfelekre vonatkozó keretrendszert is – alkalmas a monetáris politika végrehajtására és nem indokolja a nyugdíjkonstrukció-rendszereket szolgáló, eurórendszeren belül likviditási védőháló létrehozására irányuló változtatásokat²².

4. KÖVETKEZTETÉS

Régóta foglalkoznak a nyugdíjkonstrukció-rendszer központi elszámolásának kérdésével, és az EMIR-rel kapcsolatos legutóbbi tárgyalások során nyilvánvalóvá vált, hogy a társjogalkotók a lehető legnagyobb mértékben egy olyan megoldást kívántak ösztönözni, amely lehetővé tenné e szereplők számára a G20-ak 2009-es reformja keretében kidolgozott központi elszámolási rendszerhez való hozzáférést, ugyanakkor azt is figyelembe vették, hogy a piaci stresszhelyzetben felmerülő aggályok kezelésére alkalmas megoldásokra van szükség.

Hosszas megbeszélésekre került sor a Bizottság érdekképviseleti csoportján belül, ahol kiderült, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszerek önkéntesen már elkezdtek egyes származtatott ügyleteket központilag elszámolni, és megállapítható, hogy a még mindig megoldásra váró fő kérdést a pénzbeli változó letétek jelentik piaci stresszhelyzetben.

A Bizottság a lehetséges további lépések megtalálása érdekében folyamatosan figyelemmel kísérte a piaci fejleményeket és elősegítette az érintett érdekelt felek közötti információcserét és vitát. Az ágazati érdekelt felek erőfeszítéseket tettek az évek során. Különösen azt követően, hogy a központi szerződő felek jellegével és üzleti modelljével való összeegyeztethetőségi problémák miatt végül elvetették azt a lehetőséget, hogy a központi szerződő feleknek közvetlenül kötvényben nyújtsanak változó letétet, más megoldásokat is megvizsgáltak annak érdekében, hogy lehetővé tegyék a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára a biztosítékok átalakítását.

Ahogy azt ebben a jelentésben vázoltuk, az elmúlt években egyszerűsített hozzáférési modelleket dolgoztak ki annak érdekében, hogy a nyugdíjkonstrukció-rendszerek központi elszámolásával kapcsolatban egy lehetséges életképes megoldást találjanak. A Bizottság legjobb tudomása szerint néhány nyugdíjkonstrukció-rendszer már most is él ezzel a lehetőséggel. A Bizottság az érintett érdekelt felekkel együtt tovább kívánja vizsgálni ezt a lehetőséget, ideértve azt is, hogy ez milyen költségekkel járna a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára. Az a tény, hogy egynél több központi szerződő fél fogad el ilyen modellt, pozitív fejleménynek tűnik, már csak a nagyobb választási lehetőség előmozdításának szempontjából is.

²² Egy ilyen, eurórendszeren belüli likviditási védőháló különbözne a sürgősségi likviditási támogatástól, amely nemzeti központi banki hatáskörbe tartozik.

A megfelelő megoldás megtalálásához nagy valószínűséggel több különböző fronton kell erőfeszítéseket tenni. Egyrészt tovább kell vizsgálni a banki szabályozás egyes szempontjait, többek között azt is, hogy a tőkeáttételi mutató kiszámításával kapcsolatban a közelmúltban bevezetett módosítások hasznosak voltak-e. Másrészt mérlegelni kell, hogy stresszhelyzetben milyen módon lehet likviditási eszközöket biztosítani a nyugdíjkonstrukció-rendszerek számára.

Az ESMA által indított nyilvános konzultáció eredményei alapján mélyrehatóbb betekintést nyerhetünk a legújabb piaci fejleményekbe és további lehetséges mennyiségi adatokat szerezhetünk, amelyeket gondosan meg fogunk vizsgálni. A Bizottság emellett elkötelezett amellett, hogy megvizsgáljon minden megfelelő és megvalósítható kezdeményezést annak érdekében, hogy továbbhaladjon az életképes és szilárd központi elszámolási megoldás felé vezető úton.

A Bizottság a központi elszámolás alóli mentességgel kapcsolatos döntését az elkövetkező hónapokban végzett elemzések alapján fogja meghozni.