



KOMISJA
EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 3.2.2015 r.
COM(2015) 39 final

SPRAWOZDANIE KOMISJI DLA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY

zgodnie z 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, oceniające postępy i działania CCP, jeżeli chodzi o opracowanie rozwiązań technicznych służących przenoszeniu przez systemy programów emerytalnych zabezpieczeń niegotówkowych jako zmiennych depozytów zabezpieczających, jak również potrzebę wprowadzenia środków ułatwiających takie rozwiązanie

1. WPROWADZENIE

Rozporządzenie (UE) nr 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (EMIR, z ang. *European Market Infrastructure Regulation*) zostało opublikowane w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej (UE) w dniu 27 lipca 2012 r. i weszło w życie w dniu 16 sierpnia 2012 r.

Zgodnie z EMIR zestandaryzowane instrumenty pochodne będące przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym (tj. instrumenty, które spełniają określone z góry kryteria kwalifikowalności), charakteryzujące się wysokim stopniem płynności, podlegają obowiązkowi rozliczenia centralnego i muszą być rozliczane przez kontrahentów centralnych („CCP”).

CCP to podmioty, które działają między dwoma stronami transakcji, stając się „nabywcą dla każdego sprzedawcy” i „sprzedawcą dla każdego nabywcy”. Jako kontrahent każdej ze stron, CCP ponosi ryzyko kredytowe kontrahenta, w przypadku gdy jeden z kontrahentów nie wykonuje zobowiązania.

CCP są pomyślane tak, aby były zdolne przetrzymać niewykonanie zobowiązania przez uczestnika rozliczającego lub klienta zasadniczo dzięki stosowaniu wymogów w zakresie częstego i konserwatywnego zabezpieczenia lub depozytu zabezpieczającego, które są obliczone w taki sposób, aby pokrywały wszelkie ewentualne straty poniesione wskutek niewykonania zobowiązania. CCP przyjmują tylko aktywa o wysokim stopniu płynności, na ogół środki gotówkowe, jako zabezpieczenie w celu spełnienia wezwania do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego, aby zachować możliwość szybkiego upłynnienia w przypadku niewykonania zobowiązania.

Systemy programów emerytalnych¹ w wielu państwach członkowskich są aktywnymi uczestnikami na rynkach instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym. Systemy programów emerytalnych zasadniczo minimalizują jednak swój stan środków gotówkowych, natomiast utrzymują bardziej rentowne inwestycje, takie jak papiery wartościowe, w celu zapewnienia wysokich zysków swoim beneficjentom, tj. emerytom. Niemożność przyjmowania przez CCP aktywów niegotówkowych jako zabezpieczenia w celu spełnienia wezwania do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego oznacza, że systemy programów emerytalnych musiałyby krótkoterminowo wygenerować środki gotówkowe poprzez ich pożyczanie albo poprzez sprzedaż innych aktywów w celu spełnienia wezwania do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego ze strony CCP. Sytuacja taka nie występuje obecnie w ramach stosunków dwustronnych, w ramach których systemy programów emerytalnych mogą przekazać swoim kontrahentom aktywa niegotówkowe w tej mierze, w jakiej wymagany jest depozyt zabezpieczający. Takie utrzymywanie rezerw gotówkowych prowadzi do wysokich kosztów utraconych korzyści dla systemów programów emerytalnych ze względu na niski poziom odsetek uzyskiwanych z

zabezpieczenia gotówkowego. W związku z tym koszty rozliczenia centralnego ostatecznie powodowałyby zmniejszenie przychodów emerytalnych emerytów, jeżeli ich systemy programów emerytalnych musiałyby wносить środki gotówkowe w celu spełnienia wezwań do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego.

Komisja, Rada i Parlament uzgodniły zatem wprowadzenie trzyletniego tymczasowego zwolnienia z obowiązku rozliczania w przypadku systemów programów emerytalnych spełniających kryteriaⁱⁱ określone w art. 89 ust. 1 EMIR. Zwolnienie może zostać przedłużone o maksymalnie trzy kolejne lata łącznie. Ten okres przejściowy został celowo przewidziany w ramach EMIR, aby zapewnić CCP więcej czasu na opracowanie rozwiązań technicznych w zakresie przenoszenia zabezpieczenia niegotówkowego w celu spełnienia wezwania do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego.

2. CEL SPRAWOZDANIA

Zgodnie z art. 85 ust. 2 EMIR celem niniejszego sprawozdania jest przedstawienie oceny postępów i działań CCP, jeżeli chodzi o opracowanie rozwiązań technicznych służących przenoszeniu przez systemy programów emerytalnych zabezpieczenia niegotówkowego jako zmiennego depozytu zabezpieczającego, jak również potrzeby wprowadzenia środków ułatwiających takie rozwiązanie.

Art. 85 ust. 2 EMIR stanowi również, że jeżeli Komisja uważa, że CCP nie dołożyli niezbędnych starań, aby opracować odpowiednie rozwiązania techniczne, a szkodliwe skutki centralnego rozliczania kontraktów pochodnych dla świadczeń emerytalnych przyszłych emerytów nadal istnieją, jest ona uprawniona do przyjęcia aktów delegowanych zgodnie z art. 82 w celu wydłużenia trzyletniego okresu, o którym mowa w art. 89 ust. 1, raz o dwa lata i raz o rok.

W celu przeprowadzenia pełnej oceny obecnej sytuacji Komisja zleciła przygotowanie badania podstawowego w celu ustalenia, czy CCP dołożyli niezbędnych starań w celu opracowania rozwiązań technicznych służących przenoszeniu przez systemy programów emerytalnych zabezpieczenia niegotówkowego jako zmiennego depozytu zabezpieczającego. Wspomniane badanie podstawowe zawierało również analizę możliwych i alternatywnych rozwiązań. Ponadto w badaniu podstawowym przeanalizowano skutki zniesienia zwolnienia przy braku rozwiązania, obliczając zmniejszenie przychodów emerytalnych dla emerytów będących beneficjentami odnośnych systemów programów emerytalnychⁱⁱⁱ.

Zgodnie z art. 85 ust. 2 Komisja Europejska podczas przygotowywania niniejszego sprawozdania konsultowała się z Europejskim Urzędem Nadzoru Giełd i Papierów

Wartościowych i z Europejskim Urzędem Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych.

3. STARANIA PODEJMOWANE PRZEZ CCP

3.1. USŁUGA „REPO” DLA SYSTEMÓW PROGRAMÓW EMERYTALNYCH

Na dzień dzisiejszy tylko jeden CCP wykazał jakiegokolwiek znaczące starania zmierzające do opracowania rozwiązania służącego wnoszeniu aktywów niegotówkowych w celu spełnienia wezwania do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego.

Odnosny CCP aktywnie pracuje nad usługą (zwaną dalej „usługą repo dla systemów programów emerytalnych”^{iv}), która mogłaby zaspokoić potrzeby systemów programów emerytalnych odnoszące się do wykorzystania aktywów niegotówkowych w celu wymaganego przez CCP spełnienia wezwania do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego środkami gotówkowymi.

Proponowana usługa umożliwiłaby ograniczonej liczbie uczestników rynku niebędących dealerami (w tym systemom programów emerytalnych) uczestnictwo w usłudze w zakresie obrotu obejmującego transakcje repo i ich rozliczania. W ramach transakcji repo jedna strona sprzedaje aktywa (zazwyczaj papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu) innej stronie i zobowiązuje się do odkupienia tych aktywów w przyszłości po uzgodnionej cenie. Aktywa te stanowią zabezpieczenie i ograniczają ryzyko kredytowe kontrahenta, które ponosi nabywca w stosunku do sprzedawcy. Transakcje repo stanowią zatem dla systemów programów emerytalnych sposób przekształcenia ich istniejących aktywów niegotówkowych w środki gotówkowe wymagane przez CCP w celu spełnienia wezwania do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego, przy jednoczesnym zachowaniu własności aktywów i – co istotne – zwrotu z inwestycji ich dotyczącej w długim terminie. W ramach proponowanej usługi repo dla systemów programów emerytalnych systemy te zawierałyby transakcje repo z innymi uczestnikami rynku usługi w zakresie obrotu z wykorzystaniem papierów wartościowych, które już posiadają w ramach zwykłej działalności inwestycyjnej. Transakcje te byłyby realizowane na należącej do CCP platformie transakcji repo i byłyby automatycznie rozliczane przez jego usługę rozliczeniową. Środki gotówkowe zgromadzone w wyniku transakcji repo mogłyby wtedy zostać przekazane CCP w celu spełnienia jego wezwania do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego. Same transakcje repo byłyby rozliczane przez CCP, w związku z czym ryzyko kredytowe kontrahenta wiążące się z tymi transakcjami dla systemów programów emerytalnych byłoby ograniczone przez CCP.

Usługa ta umożliwiłaby systemom programów emerytalnych realizowanie transakcji repo, umożliwiając jednocześnie centralne zarządzanie pozycjami na poziomie CCP

oraz ograniczając rezydualne ryzyko kredytowe kontrahenta w stosunkach dwustronnych w ramach transakcji repo poprzez przeniesienie go na CCP zamiast na kontrahenta transakcji repo.

Ponieważ usługa repo dla systemów programów emerytalnych jest nadal w trakcie opracowywania, na obecnym etapie nie ma jeszcze odpowiedzi na niektóre istotne pytania dotyczące prawidłowego funkcjonowania takiej usługi. Jak szczegółowo opisano w sekcji 4.3 poniżej, uważa się, że na dwustronnych rynkach repo może nie być wystarczającego potencjału dla systemów programów emerytalnych, aby zapewnić im zdolność do pozyskania środków gotówkowych koniecznych do spełnienia wezwania do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego ze strony CCP w okresach napięć rynkowych. Należy się zatem zastanowić, czy rozliczane rynki repo rozwiną się na tyle, aby zapewnić dodatkowy potencjał potrzebny systemom programów emerytalnych. Zdolność bankowych dostawców płynności w ramach transakcji repo do usunięcia dwustronnego ryzyka z ich transakcji i zamiast tego do zawierania transakcji z CCP może skutkować niższymi narzutami kapitałowymi, które mogłyby zachęcić do większej działalności w zakresie transakcji repo. Wpływ na rozwój rynków transakcji repo w krótkim i średnim okresie mogą mieć jednak inne czynniki regulacyjne, w tym inicjatywy regulacyjne podejmowane w ramach pakietu Bazylea III, a także proponowany unijny podatek od transakcji finansowych oraz ewentualne zasady dotyczące obowiązkowego obniżania wartości aktywów zgodnie z pracami Rady Stabilności Finansowej dotyczącymi udzielania pożyczek papierów wartościowych i transakcji repo. Istnieje możliwość, że rynki transakcji repo staną się mniej atrakcyjne dla dostawców płynności i w związku z tym ulegną skurczeniu.

Ponadto wątpliwa jest zdolność do korzystania z tej usługi przez wszystkie systemy programów emerytalnych, które mają trudności ze spełnieniem wezwania do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego środkami gotówkowymi (czy nawet przez ich większość). Wynika to z faktu, że uczestnicy tej usługi będą musieli uzyskać dostęp do CCP w ramach specjalnej umowy członkowskiej o dostępie, w ramach której system programów emerytalnych byłby zobowiązany do wpłacania składek na rzecz specjalnego funduszu na wypadek niewykonania zobowiązania. Fundusz na wypadek niewykonania zobowiązania nie byłby wykorzystywany do pokrywania strat innych uczestników rozliczających, jak ma to miejsce w przypadku konwencjonalnych umów członkowskich, lecz byłby przeznaczony jedynie na pokrywanie bezpośrednich strat spowodowanych ewentualnym niewykonaniem zobowiązania przez sam system programów emerytalnych. Nie jest on zatem narażony na straty spowodowane przez niewykonanie zobowiązań przez innych uczestników rozliczających. Będzie on jednak wiązał się ze zobowiązaniem dotyczącym wnoszonego z góry dodatkowego zabezpieczenia, które może być niedopuszczalne dla niektórych systemów programów emerytalnych, ich kadry kierowniczej lub powierników.

Ponadto na tym etapie rozwoju nie są znane koszty, jakie systemy programów emerytalnych ponosiłyby w związku z korzystaniem z ewentualnej usługi repo. Niewykluczone, że koszty zawarcia rozliczanych transakcji repo byłyby wyższe niż koszty zawarcia dwustronnych transakcji repo. Wynika to z faktu, że system programów emerytalnych będzie musiał utrzymywać fundusz na wypadek niewykonania zobowiązania, jak opisano powyżej, a także uiszczać opłatę rozliczeniową z tytułu transakcji. Wystąpią również koszty wdrożenia dla systemu programów emerytalnych związane z ustanowieniem połączeń operacyjnych z usługą oraz z zawarciem umów prawnych.

Ta potencjalna usługa jest nadal w trakcie opracowywania. Jej uruchomienie planowane jest na pierwszą połowę 2015 r. Komisja będzie nadal współpracować z odnośnym CCP i z systemami programów emerytalnych przy okazji wprowadzania usługi na rynek w celu oceny jej przydatności w odniesieniu do potrzeb systemów programów emerytalnych.

Komisja z zainteresowaniem zbada również zdolność innych CCP do opracowania podobnych usług.

Ponieważ proponowana usługa ma dopiero zostać uruchomiona, Komisja zbadała dodatkowe możliwe rozwiązania techniczne w celu stwierdzenia, czy istnieją inne środki, które mogłyby zostać podjęte przez CCP, aby umożliwić systemom programów emerytalnych wnoszenie aktywów niegotówkowych w celu spełnienia wezwania do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego. Te możliwe rozwiązania techniczne zostały przedstawione poniżej. Możliwość zastosowania każdego wariantu została oceniona z uwzględnieniem związanych z nim przeszkód prawnych, handlowych, politycznych i praktycznych, powiązanego ryzyka oraz wszelkich identyfikowalnych prawdopodobnych kosztów dla systemów programów emerytalnych.

W badaniu podstawowym zbadano również, czy poza infrastrukturą CCP mogą istnieć alternatywne rozwiązania umożliwiające systemom programów emerytalnych rozliczanie centralne bez negatywnego wpływu na przychody emerytalne. Te alternatywne rozwiązania zostały również przedstawione poniżej wraz z analizą ich rentowności.

Wszelkie ryzyko wynikające z rozwiązań technicznych lub alternatywnych musi oczywiście zostać przeciwstawione poziomowi ograniczenia ryzyka systemowego, który zapewnia rozliczenie centralne.

3.2. MOŻLIWE ROZWIĄZANIA ALTERNATYWNE

(i) *Transakcja zamiany zabezpieczenia przez CCP*

Obejmowałaby ona usługę repo oferowaną przez CCP dla systemów programów emerytalnych, w ramach której CCP byłby głównym kontrahentem transakcji repo dostarczającym systemowi programów emerytalnych środki gotówkowe w zamian za papiery wartościowe. W tym rozumieniu zasadnicza koncepcja jest porównywalna z wyżej przedstawioną usługą repo dla systemów programów emerytalnych opracowywaną przez jednego z CCP. To możliwe rozwiązanie nie zakłada jednak zdolności CCP do stworzenia także oferty na zorganizowaną platformę transakcji repo i powiązaną usługę rozliczeniową.

Oдноśny CCP musiałby wtedy przeprowadzać równocześnie wzajemne zabezpieczające transakcje repo z osobą trzecią w celu pozyskania środków gotówkowych. Ta osoba trzecia byłaby albo bankiem będącym dealerem na rynku transakcji repo albo bankiem centralnym.

Istnieją jednak wątpliwości, czy mechanizm, w ramach którego bank centralny jest jedynym dostawcą płynności do celów transakcji repo, byłby do zaakceptowania przez ten bank centralny, dlatego w dyskusji tej zakłada się rozwiązanie, w którym CCP w „normalnych” warunkach korzysta z banków komercyjnych, a jedynie w przypadku scenariusza niekorzystnych warunków rynkowych korzysta z banku centralnego.

Obecnie nie wszyscy CCP mają stały dostęp do instrumentów banków centralnych. Niektórzy unijni CCP mają obecnie dostęp do kredytu śróddziennego i na określonych warunkach do kredytu overnight. Dostęp ten nie mógłby jednak być odpowiedni do wdrożenia standardowego instrumentu zamiany zabezpieczenia w oparciu o transakcje repo. W tym celu CCP musieliby mieć przynajmniej dostęp do instrumentów overnight lub nawet do operacji kredytowych o dłuższych okresach zapadalności, tak aby uniknąć codziennego rolowania krótkoterminowych transakcji repo. Wiązałoby się to ze zmianą praktyk między CCP a bankami centralnymi, co banki centralne i ich akcjonariusze musieliby starannie rozważyć.

To możliwe rozwiązanie pociąga za sobą zwiększony poziom ryzyka ponoszonego przez CCP pod względem wolumenu transakcji repo i wynikającą z tego ekspozycję na ryzyko kontrahenta i ryzyko rynkowe. To z kolei zwiększa ryzyko systemowe związane z CCP.

Dodatkowe przeszkody wiążą się z koniecznością zainwestowania przez CCP w niezbędną zdolność zarządzania obrotem i zasobami finansowymi oraz w zmiany operacyjne i prawne – szczególnie w odniesieniu do procedur na wypadek niewykonania zobowiązania, w ramach których transakcje repo z udziałem uczestnika rozliczającego niewykonującego zobowiązania mogą wymagać upłynnienia w tym samym czasie co odpowiednie portfele instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym.

(ii) Bezpośrednie akceptowanie aktywów niegotówkowych z przekazaniem odbiorcom zmiennych depozytów zabezpieczających

W tym przypadku CCP umożliwiłaby systemom programów emerytalnych wniesienie i otrzymanie zmiennych depozytów zabezpieczających w formie aktywów niegotówkowych, które już posiada, takich jak obligacje skarbowe. Aktywa te zostałyby następnie przekazane kontrahentowi transakcji będącemu stroną „in-the-money”.

CCP musiałby oferować rozliczenie dwóch równoległych grup produktów na tych samych podstawowych warunkach ekonomicznych – jednej, w ramach której zmienny depozyt zabezpieczający zostałby opłacony i otrzymany w środkach gotówkowych, i drugiej, w ramach której zostałby on wniesiony i otrzymany w określonych kwalifikowalnych papierach wartościowych. Zmniejszyłoby to płynność rynku, przy prawdopodobieństwie szerszych spreadów handlowych i mniejszej elastyczności przenoszenia lub upłynniania pozycji uczestnika niewykonującego zobowiązania na poziomie CCP. W przypadku wezwania do zabezpieczenia nie byłoby również możliwe kompensowanie między tymi dwoma grupami produktów.

Terminowy rozrachunek stanowi inną zasadniczą przeszkodę dla prawidłowego funkcjonowania tego wariantu. Uczestnicy wnoszący niegotówkowy zmienny depozyt zabezpieczający musieliby być w stanie przenieść papiery wartościowe na CCP w tym samym dniu, w którym dokonuje się wezwania do zabezpieczenia. Byłoby to jednak trudne do osiągnięcia w praktyce, ponieważ rozrachunek w trakcie tego samego dnia nie jest obecnie standardową praktyką centralnych depozytów papierów wartościowych. Kolejny problem stanowi fakt, że papiery wartościowe mogą być wymieniane jedynie w jednostkach zbywalnych. Ponieważ ilość wnoszonych lub otrzymywanych zmiennych depozytów zabezpieczających będzie obliczana przez CCP w wartościach pieniężnych, CCP musiałby określić rynkową konwencję dotyczącą sposobu konwersji tych wartości na wymagającą dostarczenia liczbę papierów wartościowych, które uczestnik wnoszący zmienny depozyt zabezpieczający postanawia wnieść, w wyniku czego między CCP a uczestnikami rozliczającymi dochodziłoby do różnic w wyniku zaokrąglania oraz do korekt środków gotówkowych.

Ponadto koszty wynoszące kilka milionów euro musiałby zostać poniesione przez CCP, uczestników rozliczających, powierników, podmioty zarządzające aktywami i systemy programów emerytalnych w celu zapewnienia koniecznych zdolności operacyjnych na tym polu.

Pod względem zgodności z prawem istnieją również wątpliwości w kwestii tego, czy przekazanie papierów wartościowych odbiorcy zmiennego depozytu zabezpieczającego byłoby zgodne z wymogami niektórych systemów programów emerytalnych w zakresie utrzymywania kontroli nad ich aktywami.

(iii) Akceptowanie aktywów niegotówkowych z przekazaniem zabezpieczenia odbiorcom zmiennych depozytów zabezpieczających

W tym przypadku CCP również umożliwiałby systemom programów emerytalnych wniesienie zmiennego depozytu zabezpieczającego w formie papierów wartościowych, jak w ramach wariantu określonego w pkt (ii).

Zamiast jednak przekazywać papiery wartościowe kontrahentom mającym otrzymać zmienny depozyt zabezpieczający, CCP ustanawiałby zabezpieczenie dla wniesionych papierów wartościowych na rzecz odbiorcy zmiennego depozytu zabezpieczającego.

W ramach tego rozwiązania aktywa wniesione w celu spełnienia wezwania do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego nie są przenoszone na odbiorcę zmiennego depozytu zabezpieczającego, a tym samym ryzyko określone w umowie nie jest faktycznie rozliczone. Istnieje po prostu roszczenie o charakterze prawnym, które będzie się zmieniać w czasie. W przypadku niewykonania zobowiązania wartość roszczenia byłaby niepewna aż do jego uregulowania. To dodatkowe ryzyko prowadziłoby do konieczności innej wyceny umowy, która stałaby się droższa niż zwykle umowy rozliczane w środkach gotówkowych, co z kolei prowadziłoby również do podziału rozliczanych produktów przy mniejszej płynności produktów dostosowanych do systemów programów emerytalnych.

W przypadku tego rozwiązania problem stanowi również ryzyko prawne, ponieważ zabezpieczenia nie zawsze podlegają tym samym ramom prawnym w całej UE. Może to prowadzić do niepewności prawa w sytuacji niewykonania zobowiązania.

(iv) Czterostronne zabezpieczenie do celów zabezpieczenia zmiennego depozytu zabezpieczającego

Jest to odmiana poprzedniego rozwiązania, przy czym w tym przypadku papiery wartościowe byłyby przechowywane przez powiernika zgodnie z porozumieniem między nim samym, systemem programów emerytalnych, kontrahentem pierwotnej transakcji i CCP.

Porozumienie to umożliwiałoby systemom programów emerytalnych wnoszenie aktywów niegotówkowych jako zmiennego depozytu zabezpieczającego bez konieczności ich zamiany na środki gotówkowe. Zabezpieczenie byłoby natomiast zapewnione w formie zabezpieczenia ustanawianego na rzecz kontrahenta. System programów emerytalnych przekazałby powiernikowi zadania związane z zarządzaniem zabezpieczeniem w drodze porozumienia zawartego między czterema zaangażowanymi stronami: systemem programów emerytalnych, kontrahentem, CCP i powiernikiem. Rozwiązanie to opierałoby się na istniejących trójstronnych usługach zarządzania zabezpieczeniami.

Z rozwiązaniem tym wiążą się takie same trudności jak z rozwiązaniem poprzednim, ponieważ jego skutkiem jest nierozliczone ryzyko kredytowe kontrahenta, co jest

sprzeczne z funkcją zmiennego depozytu zabezpieczającego i może być przedmiotem wątpliwości uczestników rozliczających, kontrahentów i regulatorów.

Prowadziłoby ono również do podziału produktów oraz komplikacji dotyczących płynności i kompensowania.

(v) *Zamiana zabezpieczenia przez uczestników rozliczających*

Pierwszym rozwiązaniem alternatywnym w stosunku do rozwiązania technicznego na poziomie CCP jest możliwość pozyskiwania środków gotówkowych przez systemy programów emerytalnych poprzez dokonywanie transakcji repo z ich uczestnikami rozliczającymi poza infrastrukturą własną CCP.

Uczestnicy rozliczający CCP instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym zazwyczaj należą do grup bankowych działających również na rynkach repo. Oznacza to, że uczestnicy rozliczający są, jak się wydaje, dobrze przygotowani do zaoferowania usług repo swoim klientom będącym systemami programów emerytalnych bez inwestowania w nową działalność operacyjną. Taka usługa mogłaby być również świadczona na rzecz systemów programów emerytalnych przez bank będący osobą trzecią niezależnie od wskazanych agentów rozliczeniowych.

Obecny rozmiar rynków dwustronnych transakcji repo może mieć jednak niewystarczające możliwości zapewnienia środków gotówkowych, których systemy programów emerytalnych potrzebują do wypełnienia zobowiązań związanych ze zmiennymi depozytami zabezpieczającymi. W każdym przypadku linie transakcji repo nie byłyby gwarantowane przez dealerów i mogłyby zostać wycofane w okresie napięć rynkowych.

Zgodnie z wynikami badania podstawowego (zob. w szczególności sekcja 5.7.3) rynek transakcji repo nie byłby jednak w stanie poradzić sobie z łącznym popytem ze strony systemów programów emerytalnych usiłujących sfinansować w całości za pomocą środków gotówkowych wezwania do uzupełnienia zmiennych depozytów zabezpieczających ze względu na znaczną zmianę stóp procentowych (np. o 100 punktów bazowych) i w rezultacie systemy programów emerytalnych nie miałyby dostępu do finansowania niezbędnego w celu spełnienia wezwań do uzupełnienia zmiennych depozytów zabezpieczających, jeżeli miałyby polegać na rynku dwustronnych transakcji repo. Skutkiem tego byłyby nieuregulowane wezwania do uzupełnienia depozytów zabezpieczających, które powodowałyby niewykonanie zobowiązania przez systemy programów emerytalnych oraz wywoływałyby efekt domina na rynkach.

W ramach tego mechanizmu agent rozliczeniowy systemu programów emerytalnych byłby narażony na konsekwencje niewykonania zobowiązania przez system

programów emerytalnych, ponieważ mógłby on być zobowiązany na mocy umowy do spełnienia wezwania do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego w imieniu swojego klienta będącego systemem programów emerytalnych. Agenci rozliczeniowi to zazwyczaj czołowe banki i w związku z tym stwarzają znaczące ryzyko dla całego systemu finansowego.

(vi) Agencyjne udzielanie pożyczek papierów wartościowych

W ramach modelu agencyjnego udzielania pożyczek papierów wartościowych system programów emerytalnych pożyczalby papiery wartościowe ze swojego własnego portfela osobom trzecim i otrzymywałby od pożyczkobiorcy zabezpieczenie w formie środków gotówkowych, które mógłby wykorzystać w celu spełnienia wezwania do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego.

Udzielanie pożyczek papierów wartościowych jest już stosowane przez wiele systemów programów emerytalnych w ramach ustanowionych uzgodnień operacyjnych i prawnych. Zdolność systemu programów emerytalnych do udzielania pożyczek zależy jednak od potrzeb innych uczestników rynku w odniesieniu do pożyczania oferowanych aktywów w danym czasie. To zaś, czy kontrahenci faktycznie będą chcieli pożyczyć papiery wartościowe i na jaki okres, jest poza kontrolą systemów programów emerytalnych. Udzielania pożyczek papierów wartościowych nie można zatem postrzegać jako wiarygodnego źródła finansowania. Podobnie jak w przypadku wyżej opisanego mechanizmu mogłoby to skutkować niespełnieniem wezwania do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego oraz ewentualnym niewykonaniem zobowiązania przez agenta rozliczeniowego systemu programów emerytalnych.

(vii) Zabezpieczone udzielanie pożyczek przez podmioty niefinansowe

W badaniu podstawowym wskazano, że liczne duże przedsiębiorstwa posiadają obecnie znaczne rezerwy środków gotówkowych, które mogłyby chcieć bezpiecznie pożyczyć.

Ten wariant alternatywny obejmowałby wniesienie papierów wartościowych przez system programów emerytalnych w ramach transakcji repo i otrzymanie od przedsiębiorstwa środków gotówkowych jako zabezpieczenia odkupu, podobnie jak w przypadku możliwego rozwiązania alternatywnego przedstawionego w pkt (v).

Nie istnieje obecnie ugruntowany rynek zabezpieczonego udzielania przez przedsiębiorstwa pożyczek systemom programów emerytalnych, dlatego też, mimo że teoretycznie przedsiębiorstwa mogą dysponować środkami umożliwiającymi zapewnienie środków gotówkowych na rzecz systemów programów emerytalnych w celu spełnienia przez nie wezwań CCP do uzupełnienia zmiennych depozytów zabezpieczających, niemożliwe jest dokonanie oceny potencjału ani zmienności

takiego rynku. Wariant ten rodzi również wątpliwości w kwestii tego, czy ustanowienie takiego rynku wymagałoby rozwiązań regulacyjnych, oraz w odniesieniu do jego wpływu na koszty i dostępność. W związku z tym nie można uznać, że ten wariant alternatywny funkcjonowałby prawidłowo.

4. WNIOSKI

4.1. POSTĘPY I STARANIA CCP

Podsumowując, z wyjątkiem proponowanej usługi repo dla systemów programów emerytalnych określonej w sekcji 3, wydaje się, że CCP nie osiągnęli wystarczających postępów w opracowywaniu rozwiązań technicznych umożliwiających przenoszenie zabezpieczenia niegotówkowego jako zmiennego depozytu zabezpieczającego. Wydaje się, że żadne spośród analizowanych potencjalnych rozwiązań alternatywnych opartych na infrastrukturze, opisanych w sekcji 3.2 pkt (i)–(iv), nie jest rozważane przez jakiegokolwiek CCP. Podsumowując, można stwierdzić, że jest to spowodowane przeszkodami wskazanymi w niniejszym sprawozdaniu. CCP powinni jednak nadal rozważać sposoby pokonania w praktyce zidentyfikowanych przeszkód we wdrażaniu możliwych rozwiązań alternatywnych.

Brak postępów w identyfikowaniu i opracowywaniu funkcjonujących prawidłowo rozwiązań może być spowodowany faktem, że CCP, którzy nie opracowali rozwiązań, nie są obecnie przygotowani do świadczenia takich usług, ponieważ nie świadczą oni żadnych usług w zakresie obrotu lub rozliczeń na rynkach transakcji repo, które można byłoby rozwinąć w celu ułatwienia transakcji zamiany zabezpieczeń. Można również przypuszczać, że przez ostatnie dwa lub trzy lata CCP skoncentrowali swoje zasoby na doprowadzeniu swoich usług do zgodności z niedawno wdrożonymi wymogami w ramach EMIR oraz innymi aspektami unijnych i międzynarodowych reform regulacyjnych⁵. Znaczne zasoby zostały również przeznaczone przez CCP na opracowanie ogólnych rozwiązań w zakresie rozliczenia klientów, ponieważ obowiązki związane z rozliczaniem w ramach EMIR będą rozszerzone na małej i średniej wielkości uczestników rynku (w tym systemy programów emerytalnych), którzy nie są w stanie rozliczać się bezpośrednio jako uczestnicy rozliczający. Brak działań mających na celu opracowanie rozwiązań technicznych może zatem również wynikać z faktu, że CCP nie są w stanie ustalić priorytetów dotyczących nowych rozwiązań w tym zakresie.

4.2. WYMAGANE ŚRODKI

Komisja będzie nadal monitorowała opracowywanie usługi opartej na transakcjach repo przedstawionej przez odnośnego CCP, aby ocenić, czy utrzymuje on zaangażowanie w rozwój tego rozwiązania i czy zgodnie z planem zostanie ono

sprawnie wdrożone w 2015 r. Skuteczne wdrożenie proponowanej usługi będzie również zależało od stałej współpracy uczestniczących w niej ewentualnie systemów programów emerytalnych.

Komisja będzie również kontynuowała współpracę z innymi unijnymi CCP rozliczającymi odpowiednie transakcje dotyczące instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym (swapy stóp procentowych lub swapy inflacji) w celu dokonania oceny, czy podobne rozwiązania mogą być przyjęte przez tych CCP. Jak wskazano powyżej, może to zależeć od zdolności innych CCP do oferowania usług w zakresie obrotu obejmującego transakcje repo i ich rozliczania, jak również rozliczenia instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym. Komisja usilnie wzywa jednak wszystkich unijnych CCP do kontynuowania, we współpracy z ich uczestnikami rozliczającymi i systemami programów emerytalnych, refleksji na temat sposobu przezwyciężenia przeszkód poddanych analizie w niniejszym sprawozdaniu w celu osiągnięcia rozwiązań w zakresie rozliczenia, które – indywidualnie lub w połączeniu – mogłyby zapewnić systemom programów emerytalnych niezbędne zdolności w zakresie centralnego rozliczania ich transakcji dotyczących instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, przy mniejszym wpływie na ich dochody. Właściwe rozwiązanie umożliwi systemom programów emerytalnych kontynuowanie ich działalności w zakresie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym bez ponoszenia zniechęcających kosztów, zapewniając jednocześnie korzyści centralnego rozliczenia ich kontrahentom i całemu systemowi finansowemu.

Komisja uznaje jednak, że wobec braku rozwiązania najpóźniej od sierpnia 2018 r. systemy programów emerytalnych będą musiały ostatecznie zastąpić papiery wartościowe środkami gotówkowymi, aby utrzymać wystarczający bufor gotówkowy w celu spełnienia ewentualnego wezwania do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego. Należy również wziąć pod uwagę, że chociaż żadne spośród możliwych alternatywnych rozwiązań nie wydaje się zapewniać całościowo zadowalającego rozwiązania dla systemów programów emerytalnych, może zaistnieć potrzeba zastosowania połączenia transakcji zamiany zabezpieczeń. Komisja zachęcałaby również branżę do rozważenia, jakie długoterminowe możliwości finansowania (np. obligacje zabezpieczone lub papiery wartościowe zabezpieczone aktywami) ewentualnie dostępne dla systemów programów emerytalnych mogłyby – indywidualnie lub w połączeniu – zapewnić wystarczające i wiarygodne źródło finansowania nawet w okresach napięć rynkowych. Uznaje się, że takie możliwości finansowania mogą zależeć od zdolności systemu programów emerytalnych do utrzymania tytułu prawnego lub kontroli nad papierami wartościowymi zamienianymi na środki gotówkowe, w związku z czym wymagana byłaby elastyczność.

4.3 MOŻLIWE NEGATYWNE SKUTKI CENTRALNEGO ROZLICZANIA KONTRAKTÓW POCHODNYCH DLA ŚWIADCZEŃ EMERYTALNYCH PRZYSZŁYCH EMERYTÓW

W przypadku braku dostępności zwolnienia z obowiązku rozliczania systemy programów emerytalnych byłyby zmuszone do utrzymywania rezerw gotówkowych zamiast bardziej dochodowych aktywów, które zwykle posiadają, np. obligacji skarbowych. Dalsze posiadanie aktywów niegotówkowych i korzystanie z otwartych rynków transakcji repo na zasadzie *ad hoc* nie zapewniają dostatecznej pewności. Jak wskazano w badaniu podstawowym główną, możliwą do zidentyfikowania przeszkodę w tym względzie stanowi fakt, że obecne rynki dwustronnych transakcji repo nie wydają się posiadać wystarczającej płynności, aby sprostać potrzebom unijnych systemów programów emerytalnych w warunkach skrajnych. Wniosek ten został sformułowany w oparciu o analizę rynków obligacji skarbowych w UE. Badanie podstawowe wskazuje, że w przypadku zmiany o 100 punktów bazowych zagregowane wezwanie do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego odpowiadałoby dla systemów programów emerytalnych w UE kwocie 204–255 mld EUR. Z tego kwota 98–123 mld EUR (82–103 mld GBP) odnosilaby się do systemów programów emerytalnych w Zjednoczonym Królestwie i w głównej mierze byłaby związana z aktywami w funcie szterlingu, a kwota 106–130 mld EUR byłaby związana z aktywami w euro (i ewentualnie w innych walutach).

Nawet jeżeli systemy programów emerytalnych byłyby jedynymi aktywnymi uczestnikami tych rynków, łączne wymaganie w odniesieniu do zmiennego depozytu zabezpieczającego w przypadku takiej zmiany przekraczałoby widoczną dzienną zdolność rynków transakcji repo dla obligacji skarbowych Zjednoczonego Królestwa i prawdopodobnie przekraczałoby zdolności odnośnych części rynku transakcji repo dla obligacji skarbowych w UE, tj. głównie niemieckich obligacji skarbowych. Płynność transakcji repo występuje też w przypadku innych – mniej płynnych, ale o wysokiej wartości – papierów wartościowych, chociaż rynki tych instrumentów są o wiele bardziej podatne na kurczenie się w okresach napięć rynkowych.

Posiadanie rezerw gotówkowych w celu pokrycia ewentualnych zmian rynkowych zmniejszy ogólne dochody uzyskiwane z inwestycji dokonywanych na korzyść emerytów będących członkami programów, co może ostatecznie zmniejszyć całkowite kwoty wypłacane przez systemy programów emerytalnych jako przychody emerytalne tym beneficjentom.

Zgodnie z badaniem podstawowym koszty przejścia z zabezpieczenia dwustronnego na wnoszenie środków gotówkowych do CCP w celu pokrycia zmiennych depozytów zabezpieczających, wraz z nakładaniem odpowiedniego wymagania na systemy programów emerytalnych, mogłyby ostatecznie doprowadzić do skumulowanego procentowego zmniejszenia przychodów emerytalnych o 3,1 % w Niderlandach i 2,3 % w Zjednoczonym Królestwie w okresie czterdziestoletnim. Łączny oczekiwany

wpływ na przychody emerytalne w całej UE w okresie 20–40 lat wyniósłby do 3,66 %. Skutek ten można bezpośrednio przypisać zmniejszeniu zwrotu z inwestycji poprzedzonemu wymogiem posiadania rezerw gotówkowych zamiast niegotówkowych papierów wartościowych.

Ten istotny skutek może dotknąć emerytów w całej UE i może być uznany za niewspółmierny z korzyściami wynikającymi z nałożenia na systemy programów emerytalnych wymogu rozliczania na tym etapie. Wniosek ten uwzględnia fakt, że transakcje w każdym przypadku będą musiały być zabezpieczone na zasadzie dwustronnej w ramach przyszłych wymogów w zakresie dwustronnych depozytów zabezpieczających na podstawie art. 11 ust. 3 EMIR, w związku z czym ograniczone zostanie ryzyko kredytowe kontrahenta zarówno z perspektywy banków, jak i systemów programów emerytalnych w odniesieniu do transakcji, w przypadku których są one kontrahentami.

Możliwe jest, że systemy programów emerytalnych na wyższym końcu skali tego wpływu mogą zdecydować się na niezabezpieczanie swoich zobowiązań w celu utrzymania obecnego poziomu przychodów emerytalnych dla beneficjentów. Taka sytuacja spowodowałaby ryzyko strat z inwestycji w wyniku niezabezpieczonej zmienności rynku, która również doprowadziłaby do zmniejszenia przychodów emerytalnych.

Należy jednak zauważyć, że ponieważ znacząca większość zestandaryzowanych kontraktów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym przeniesiona zostanie do rozliczania centralnego, nierozliczone kontrakty mogą w miarę upływu czasu stracić na płynności. Już sam ten fakt zmniejszyłby w przyszłości całkowitą różnicę kosztów między rozliczonymi i nierozliczonymi kontraktami.

4.4 WNIOSEK DOTYCZĄCY AKTU DELEGOWANEGO

Komisja uważa, że dotychczas nie dołożono niezbędnych starań, aby opracować odpowiednie rozwiązania techniczne, a negatywne skutki centralnego rozliczania kontraktów pochodnych dla świadczeń emerytalnych przyszłych emerytów niezmiennie występują.

W związku z tym Komisja zamierza zaproponować przedłużenie trzyletniego okresu, o którym mowa w art. 89 ust. 1 EMIR, o dwa lata w drodze aktu delegowanego. Komisja będzie nadal monitorowała sytuację w odniesieniu do rozwiązań technicznych dla systemów programów emerytalnych umożliwiających wnoszenie aktywów niegotówkowych w celu spełnienia wezwania do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego dla CCP, aby ocenić ewentualną konieczność przedłużenia tego okresu o jeszcze jeden rok.

ⁱ Zdefiniowane w art. 2 pkt 10 EMIR.

ⁱⁱ Art. 89 ust. 1 i 2 EMIR; zwolnienie ma zastosowanie tylko do kontraktów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, co do których można obiektywnie stwierdzić za pomocą pomiarów, że zmniejszają ryzyko inwestycji bezpośrednio związane z wypłacalnością finansową systemu programów emerytalnych oraz w przypadku, gdy system programów emerytalnych ma trudności ze spełnieniem wymogów w zakresie zmiennych depozytów zabezpieczających.

ⁱⁱⁱ Badanie podstawowe zostanie udostępnione na następującej stronie internetowej Komisji Europejskiej:
http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#maincontentSec2

^{iv} Należy zauważyć, że opracowywana usługa nie ograniczałaby się do systemów programów emerytalnych, lecz mogłoby zostać zaproponowana innym uczestnikom rynku mającym podobne potrzeby.

^v Szereg unijnych CCP posiada zezwolenie i prowadzi działalność w obszarze jurysdykcji państw trzecich.