EVROPSKÁ
KOMISE

V Bruselu dne 6.5.2021
COM(2021) 224 final

ZPRÁVA KOMISE EVROPSKÉMU PARLAMENTU A RADĚ

podle čl. 85 odst. 2 nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 ze dne 4. července 2012 o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů, ve znění nařízení (EU) č. 834/2019, ve které se posuzuje, zda byla vyvinuta schůdná technická řešení umožňující složkám penzijního systému převádět hotovostní a nehotovostní kolaterál jako variační marži a zda je nutné přijmout jakákoli opatření k usnadnění těchto schůdných technických řešení

ZPRÁVA KOMISE EVROPSKÉMU PARLAMENTU A RADĚ

podle čl. 85 odst. 2 nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 ze dne 4. července 2012 o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů, ve znění nařízení (EU) č. 834/2019, ve které se posuzuje, zda byla vyvinuta schůdná technická řešení umožňující složkám penzijního systému převádět hotovostní a nehotovostní kolaterál jako variační marži a zda je nutné přijmout jakákoli opatření k usnadnění těchto schůdných technických řešení

1. ÚVOD

Nařízení (EU) č. 648/2012 (nařízení o infrastruktuře evropských trhů, EMIR) stanoví v souvislosti s určitými druhy OTC derivátů dočasnou výjimku z povinnosti clearingu pro subjekty provozující složky penzijního systému[1]. Účelem dočasné výjimky je zohlednit specifické rysy obchodního modelu těchto subjektů a dopad, který by mohl mít povinný clearing na důchody: subjekty provozující složky penzijního systému obvykle minimalizují držbu prostředků v hotovosti, aby maximalizovaly výnosy pro své pojistníky. Existuje tedy riziko, že požadavek, aby složky penzijního systému prováděly clearing OTC derivátových smluv centrálně, může mít za následek přesun významné části jejich aktiv do hotovosti, aby mohly plnit maržové požadavky ústředních protistran, což by mohlo mít negativní dopad na důchodové příjmy důchodců. Účelem dočasné výjimky je poskytnout složkám penzijního systému, ústředním protistranám a členům clearingového systému čas na nalezení schůdného technického řešení, které by umožnilo složkám penzijního systému provádět centrální clearing u ústředních protistran a zároveň zabránilo závažným nepříznivým dopadům na příjmy důchodců.

Nařízení EMIR revidované v rámci programu Refit, které vstoupilo v platnost v červnu 2019, prodloužilo platnost výjimky do června 2021 s dalším možným prodloužením prostřednictvím aktů Komise v přenesené pravomoci, a to dvakrát, vždy nejvýše o jeden rok. Konečným cílem nařízení však zůstává povinnost centrálního clearingu pro složky penzijního systému co nejdříve to bude možné. Ústřední protistrany, členové clearingového systému a složky penzijního systému musí učinit vše, co je v jejich silách, aby přispěli k vypracování schůdných řešení.

V souladu s požadavky nařízení EMIR revidovaného v rámci programu Refit zřídila Evropská komise skupinu odborníků složenou ze zástupců ústředních protistran, členů clearingového systému, složek penzijního systému a dalších příslušných stran, aby

[1] Podle nařízení EMIR zahrnují složky penzijního systému instituce zaměstnaneckého penzijního pojištění (IZPP) definované v čl. 6 písm. a) směrnice 2003/41/ES, činnosti institucí v oblasti zaměstnaneckého penzijního pojištění podle článku 3 uvedené směrnice, zaměstnanecké penzijní pojištění u pojišťoven, na které se vztahuje směrnice 2002/83/ES (za určitých okolností), jakož i další povolené subjekty podléhající dohledu nebo složky působící na vnitrostátním základě, jejichž primárním účelem je poskytování důchodových dávek. Výjimka se týká OTC derivátů, u kterých je objektivně měřitelné, že snižují investiční rizika přímo související s finanční solventností složek penzijního systému. Vztahuje se rovněž na subjekty zřízené za účelem poskytování náhrady členům těchto složek v případě neplnění a na složky penzijního systému, které se potýkají s potížemi při plnění požadavků na variační marži (článek 89 nařízení EMIR).

sledovala jejich úsilí a posoudila pokrok dosažený při hledání schůdných technických řešení. Skupina odborníků, jejímiž členy jsou i zástupci centrálních bank, Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA) a Evropského orgánu pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění (EIOPA), zasedala v říjnu 2019 a v dubnu a listopadu 2020.

Článek 85 nařízení EMIR revidovaného v rámci programu Refit vyžaduje, aby Komise až do posledního prodloužení výjimky vypracovávala výroční zprávy, v nichž posoudí, zda byla vyvinuta schůdná technická řešení umožňující složkám penzijního systému převádět hotovostní a nehotovostní kolaterál jakož variační marži a zda je nutné přijmout jakákoli opatření k usnadnění těchto schůdných technických řešení. Nařízení rovněž stanoví, že orgán ESMA ve spolupráci s Evropským orgánem pro bankovnictví (EBA), Evropským orgánem pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění (EIOPA) a Evropskou radou pro systémová rizika (ESRB) předkládá Komisi výroční zprávy, které danou záležitost posuzují.

Orgán ESMA předložil Komisi první zprávu v dubnu 2020. První zpráva Komise[2] vydaná v září 2020 obsahovala komplexní analýzu otázek, které související s centrálním clearingem, který provádějí složky penzijního systému.

Orgán ESMA uspořádal od dubna do června 2020 veřejnou konzultaci s cílem shromáždit širokou škálu názorů a údajů na toto téma. Výsledky veřejné konzultace byly zahrnuty do druhé zprávy orgánu ESMA pro Komisi v prosinci 2020, která byla vypracována ve spolupráci s orgány EBA a EIOPA a radou ESRB.

Toto je druhá zpráva Komise podle článku 85 nařízení EMIR revidovaného v rámci programu Refit. Představuje dosažený pokrok na základě diskusí, které proběhly v odborné skupině Komise, a na základě informací, které poskytly evropské orgány dohledu a rada ESRB prostřednictvím svých zpráv pro Evropskou komisi.

2. SOUVISLOSTI

Prostředí složek penzijního systému v EU je diverzifikované. Největší trhy složek penzijního systému v EU se nacházejí v Nizozemsku s průměrným poměrem aktiv k HDP ve výši 173,3 % a v Dánsku s poměrem 198,6 % – podle údajů z konce roku 2018[3]. Podobné systémy má zavedeny také Irsko. Podle údajů, které poskytl orgán ESMA[4], činil ke konci března 2020 podíl nizozemských složek penzijního systému 70–80 % pomyslné hodnoty derivátů všech penzijních fondů EU. Složky penzijního systému ve velké míře využívají deriváty k zajištění svých závazků před řadou rizik.

2 Zpráva Komise, ve které se posuzuje, zda byla vyvinuta schůdná technická řešení umožňující složkám penzijního systému převádět hotovostní a nehotovostní kolaterál jako variační marži a zda je nutné přijmout jakákoli opatření k usnadnění těchto schůdných technických řešení, COM(2020) 574 final.

3 ESMA, „First Report for consultation – Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements“ (První zpráva pro konzultaci – řešení centrálního clearingu pro složky penzijního systému), duben 2020.

4 ESMA, „Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)“ (Zpráva Evropské komisi – zpráva o řešeních centrálního clearingu pro složky penzijního systému (č. 2)), prosinec 2020.

První zpráva Komise zhodnotila situaci, pokud jde o využívání centrálního clearingu složkami penzijního systému. Ukázala – jak vyplynulo z diskusí v rámci odborné skupiny Komise –, že potřeba složit variační marži v hotovosti může být pro složky penzijního systému problematická, zejména v krizových tržních podmínkách, kdy mohou být požadavky k úhradě variační marže ze strany ústředních protistran významné. Některé penzijní fondy začaly v poslední době provádět centrální clearing části svého portfolia derivátů na dobrovolném základě, obvykle jako klienti členů clearingového systému. Některé z nich rovněž začaly používat řešení navržená některými ústředními protistranami[5] s cílem usnadnit složkám penzijního systému centrální clearing, konkrétně tzv. modely „usnadněného“ přístupu k platformám repo obchodů, u nichž je prováděn clearing. Tyto modely by měly zlepšit možnost složek penzijního systému obrátit se na trh repo operací za účelem uspokojení svých potřeb likvidity[6]. Postupně dochází ke zvýšenému posunu směrem k centrálnímu clearingu rovněž v důsledku požadavků, které se vztahují na dvoustranné obchody, neboť se očekává, že díky nim v prostředí centrálního clearingu vzroste dostupná likvidita oproti prostředí clearingu dvoustranného[7].

Zpráva rovněž zdůraznila obtíže, jimž mohou složky penzijního systému čelit při přístupu na trh repo operací za účelem získání likvidity v krizové situaci, což může rovněž souviset se skutečností, že členové clearingového systému nejsou vždy ochotni nebo schopni poskytovat služby transformace kolaterálu pro složky penzijního systému za krizových podmínek na trhu.

3. HLAVNÍ VÝSLEDKY VEŘEJNÉ KONZULTACE ORGÁNU ESMA A DALŠÍCH JEDNÁNÍ SE ZÚČASTNĚNÝMI STRANAMI

3.1 Výsledky veřejné konzultace orgánu ESMA

Výsledky veřejné konzultace vedené orgánem ESMA obecně potvrdily celkovou analýzu, která je obsažena v první zprávě Komise, a poskytly příležitost doplnit zjištění dalšími kvantitativními údaji. Orgán ESMA obdržel odpovědi[8] od široké škály zúčastněných stran, mimo jiné i od správců aktiv (kteří mají složky penzijního systému jako své klienty), obchodních sdružení a ústředních protistran. Škála zúčastněných stran, které na tuto konzultaci reagovaly, byla různorodá, což umožnilo shromáždit široký výběr názorů na různé aspekty možných řešení. Podle analýzy orgánu ESMA potvrzují reakce na konzultaci, že velká většina zúčastněných stran se zájmem očekává

5 V EU zavedl tento model systém Eurex Clearing, nabízející současně i „usnadněný přístup“ k OTC trhu, u něhož je prováděn clearing. Pokud je Komisi známo, také clearingový systém LCH SA pracuje na vývoji řešení „usnadněného přístupu“. Viz COM(2020) 574 v final.

6 Repo dohoda („repo“) je dohoda o prodeji cenných papírů za danou cenu v kombinaci s dohodou o zpětném odkupu těchto cenných papírů za dohodnutou cenu k pozdějšímu datu. Trh repo operací sdružuje podniky, které poskytují kolaterál výměnou za hotovost, a podniky, které poskytují hotovost výměnou za kolaterál.

7 ESMA, „Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)“ (Zpráva Evropské komisi – zpráva o řešeních centrálního clearingu pro složky penzijního systému (č. 2)), prosinec 2020.

8 Orgán ESMA obdržel devatenáct reakcí jednotlivců nebo obchodních sdružení, včetně dvou důvěrných odpovědí, a jednu společnou odpověď od deseti zúčastněných stran z odvětví penzijních fondů.

situaci, která by složkám penzijního systému umožnila provádět centrální clearing, a že většina složek penzijního systému si přeje clearing provádět.

Konzultace potvrdila, že některé složky penzijního systému již dobrovolně provádějí clearing části svého portfolia, mimo jiné s cílem vyhnout se tomu, aby se na ně vztahovala pravidla, která se týkají počátečních marží pro dvoustranné obchody. Činí tak jako klienti členů clearingového systému. V určitých případech využívají složky penzijního systému rovněž usnadněný přístup na trhy s repo operacemi, u nichž se provádí clearing, nabízený některými ústředními protistranami. Podle údajů oznámených orgánu ESMA nizozemskou národní bankou[9] činil podíl clearingu úrokových swapů se sazbami Euribor a Libor pro nizozemské penzijní fondy ve třetím čtvrtletí 2020 průměrně 22 % u velkých penzijních fondů (v rozmezí od 3 do 26 %), 25 % u středně velkých penzijních fondů (v rozmezí od 0 do 46 %) a 37 % u malých penzijních fondů (v rozmezí od 0 do 100 %). Údaje ukazují velkou variabilitu mezi podniky. V Dánsku podle analýzy jeho centrální banky provádějí dánské složky penzijního systému clearing u ústřední protistrany u přibližně 42 % svých úrokových derivátů – rovněž se značnou variabilitou mezi podniky.

Složky penzijního systému nacházejí v centrálním clearingu výhody bez ohledu na nadcházející povinnost jej provádět. Podle orgánu ESMA uvádějí jako hlavní výhodu likviditu, která je pro produkty, u nichž je prováděn clearing, charakteristická, dále účinnost provádění a jiné aspekty týkající se nákladů. Někteří respondenti veřejné konzultace uvedli, že již nyní vnímají složky penzijního systému rozdíl v nákladech mezi smlouvami, u nichž se provádí dvoustranný clearing, a smlouvami, u nichž se provádí centrální clearing. Uvedli, že realizace dvoustranného úrokového swapu na 30 let s nominální hodnotou 50 milionů může mít mezně vyšší náklady než realizace třicetiletého úrokového swapu, jehož clearing se provede centrálně, a že likvidace dvoustranného swapu může být dražší.

Konzultace rovněž potvrdila, že hlavním problémem pro složky penzijního systému v souvislosti s centrálním clearingem je otázka hotovostní variační marže. Mezi další problémy, které byly zmíněny, patří náklady na clearing, které by byly spojeny s objemem kapitálu, který musí banky držet vůči pozicím klientů podle pravidel, jež platí pro bankovní kapitál, skutečnost, že členové clearingového systému mohou v krátké výpovědní lhůtě[10] ukončit smlouvy se svými klienty, a problémy, jimž mohou složky penzijního systému čelit, pokud je třeba přenést velký objem jejich pozic na jiného člena clearingového systému. Je však třeba poznamenat, že ve dvoustranném clearingovém systému mohou být složky penzijního systému rovněž vystaveny selhání svých obchodních protistran.

Celkově se účastníci konzultace shodli na tom, že řešení otázky centrálního clearingu pro složky penzijního systému by mělo zajistit patřičnou rovnováhu mezi cíli, kterými je dosažení odolnosti finančního systému a zabránění vzniku neúměrných nákladů pro

9 Na základě údajů vykazovaných podle nařízení EMIR.

10 Clearingové smlouvy klientů často obsahují ustanovení o výpovědní lhůtě 90 dnů.

důchodce, přičemž by mělo být schopno fungovat za běžných i krizových tržních podmínek.

3.2 Možné dopady přechodu na povinný centrální clearing

Kvantitativní informace, které shromáždil orgán ESMA díky veřejné konzultaci, poskytují přehled možného dopadu centrálního clearingu na složky penzijního systému, pokud jde o následující: i) počáteční marži; ii) přidělování hotovosti; iii) snížení výnosu a iv) dopady na likviditu v případě krizové situace.

i) Dopad na počáteční marži

Podle studie z roku 2018 vypracované organizacemi ISDA a PensionsEurope by povinný clearing, který by se týkal nizozemských a dánských penzijních fondů, zvýšil počáteční clearingovou marži přibližně o 7,4 miliardy EUR, pokud by musel být proveden clearing pouze u nových obchodů, o 26 miliard EUR, pokud by se měl provádět clearing u 50 % historického portfolia, a o 44 miliard EUR, pokud by se měl provádět clearing u celého historického portfolia[11].

Kromě toho by mohly být velké složky penzijního systému ústředními protistranami hodnoceny jako velcí přispěvatelé k riziku, neboť často mají jednosměrné swapové pozice. Jedna z nich orgánu ESMA oznámila, že její dodatečné navýšení likvidity k počáteční marži by mohlo být tak významné, že by zvažovala stanovení stropu pro množství swapů, u kterých by mohla provést clearing[12].

ii) Dopad na přidělování hotovosti

Skončení platnosti výjimky z centrálního clearingu by mohlo vést k tomu, že složky penzijního systému budou muset vyčleňovat určitou hotovost, která jim umožní uspokojovat případné výzvy k dodatkové úhradě marží. V případě derivátových expozic se tak snižuje úvěrové riziko protistrany, současně se však zvyšuje riziko likvidity. V prostředí s převážně nízkými výnosy se stává držení hotovosti a jiných likvidních aktiv stále nákladnějším. Investiční fondy to motivovalo k tomu, aby toto držení omezily[13]. Veřejná konzultace ukázala, že zatímco některé penzijní fondy drží přibližně 2 % aktiv v hotovosti, jiné mají nulovou strategickou držbu prostředků v hotovosti. Ze zprávy orgánu ESMA, která vychází z reakce na veřejnou konzultaci, vyplývá, že pokud by složka penzijního systému chtěla splnit 99,8 % výzev k úhradě variační marže, a za předpokladu, že 30 % její hotovosti je k dispozici v jednodenním horizontu, musela by na hotovostní portfolio přidělit 7,8 % svých aktiv. Tato částka by se zvýšila na 10,9 %, pokud by chtěla splnit 99,95 % výzev k úhradě variační marže, a snížila by se na 5,3 %, pokud by chtěla splnit 99 % výzev.

11 PensionsEurope a ISDA, „Potential demand for clearing by EU pension funds“ (Potenciální poptávka penzijních fondů EU po clearingu), 2018.

12 ESMA, „Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)“ (Zpráva Evropské komisi – zpráva o řešeních centrálního clearingu pro složky penzijního systému (č. 2)), prosinec 2020.

13 ECB, „Financial Stability Review“ (Zpráva o finanční stabilitě), květen 2020.

iii) Potenciální snížení výnosů

Zvýšená držba prostředků v hotovosti složkami penzijního systému za účelem plnění případných výzev k dodatkové úhradě marží by znamenala snížení ročních výnosů. Zpráva orgánu ESMA naznačuje, že pokud by složka penzijního systému musela přidělit 5–10 % svého investičního portfolia na držbu hotovosti, výsledné snížení ročních výnosů by v současném prostředí nízkých úrokových sazeb mohlo činit přibližně 0,17 % až 0,33 % ročně (s výnosy přibližně 3,17 %)[14]. Vezmeme-li místo toho v úvahu historické výnosy (podle údajů organizace OECD činí v nizozemském důchodovém sektoru za posledních 15 let přibližně 6 %), snížení by se pohybovalo v rozmezí 0,3 až 0,6 %.

Jiní správci aktiv, kteří reagovali na konzultaci, uvedli, že jejich klienti – složky penzijního systému – již mají značnou hotovostní rezervu, a proto by náklady na financování dočasně vysoké poptávky po likviditě byly velmi nízké.

V tomto ohledu je rovněž třeba mít na paměti, že penzijní fondy budou pravděpodobně čelit delšímu období s nízkými výnosy a že pro ně může být obtížné vyrovnat se historickým výnosům. I když nedávná opatření měnové politiky centrálních bank zvrátila výrazný pokles cen aktiv, penzijní fondy budou pravděpodobně ve střednědobém až dlouhodobém horizontu čelit nižším úrokovým sazbám. Úkolem bude vyrovnat se historickým výnosům v potenciálně nestálém prostředí s nízkými úrokovými sazbami. Při takovém scénáři může i mírný pokles výnosů nepříznivě ovlivnit výnosy určené pro důchodce. Analýza ECB[15] například ukazuje, že pokud by stávající situace s úrokovými sazbami pokračovala, dá se očekávat, že v případě pojistitelů poklesne průměrný příjem z kuponů z 2,8 % v roce 2019 na 1,7 % v roce 2030 v souvislosti s tím, jak nastává splatnost cenných papírů, které přinášejí vyšší výnosy. Odhaduje se, že se rovněž sníží zaručené sazby.

iv) Dopady na likviditu v případě krizové situace

Potřeba likvidity složek penzijního systému k pokrytí variační marže podle krizového scénáře, který vychází z 1% změny úrokových sazeb, byla projednána v první zprávě Komise[16], v níž byly uvedeny údaje ze studie Economic and Bourse Consult z roku 2014 a nedávné analýzy Eurosystému, která se týká této otázky[17]. Zvýšení úrokových sazeb by mělo za následek výzvy od ústřední protistrany k úhradě variační marže pro portfolia úrokových swapů penzijních fondů. S použitím příkladu nizozemských penzijních fondů (podle údajů, jež má Eurosystém k dispozici, drží přibližně 89 % úrokových swapů penzijních fondů eurozóny) simuloval Eurosystém dopad souběžného posunu jednodenní výnosové křivky o +100 bazických bodů. Podle simulovaného krizového scénáře by výzvy k úhradě variační marže na úrokové swapy, které drží nizozemské penzijní fondy, mohly činit 36 až 47 miliard EUR, což by vedlo

14 Z reakcí na konzultaci orgánu ESMA.
15 ECB, „Financial Stability Review“, květen 2020.
16 COM(2020) 574 final ze dne 23. září 2020.
17 ECB, „Financial Stability Review“ (Zpráva o finanční stabilitě), květen 2020.

k celkovému hotovostnímu deficitu ve výši 6 až 15 miliard EUR (v případě penzijních fondů v celé eurozóně až 17 miliard EUR). Při horní hranici odhadu by 55 % nizozemských penzijních fondů nemělo dostatek hotovosti na pokrytí výzev k úhradě variační marže. Deficit by se soustředil do malého počtu fondů s relativně nízkými platbami variační marže.

Reakce na veřejnou konzultaci orgánu ESMA v tomto ohledu ukazují, že v případě scénáře posunu sazeb o 100 bazických bodů by požadavek na hotovostní variační marži pro všechny nizozemské, dánské a irské složky penzijního systému, které používají swapy, činil přibližně 95 miliard EUR.

Během nedávných otřesů na trhu, které způsobilo onemocnění COVID-19, vzrostl počet denních výzev k úhradě variační marže u derivátových expozic fondů pětinásobně[18]. Pokud použijeme jako příklad investiční fondy a vyjdeme z částečných údajů o variačních maržích vykázaných podle nařízení EMIR, denní výzvy k úhradě variační marže u fondů eurozóny se zvýšily z přibližně 2 miliard EUR v první polovině února 2020 na více než 10 miliard EUR v týdnu, který začíná 16. března 2020. Nejvyšší nárůst (přibližně 6,5krát) byl zaznamenán u portfolií složených z akciových derivátů, po nichž následovaly úrokové deriváty (pětinásobný nárůst) – právě ty drží složky penzijního systému nejčastěji – a měnová portfolia (čtyřnásobný nárůst). Existují důkazy o tom, že za účelem splnění výzev k dodatkové úhradě marží někteří pojistitelé a penzijní fondy v eurozóně zpeněžili podíly držené ve fondech peněžního trhu.

Zdá se, že značný počet investičních fondů v eurozóně čelil tlakům na likviditu v důsledku výzev k úhradě vysokých marží, ale obecně byly tyto fondy schopny je splnit[19]. Snížení úrokových sazeb a programy nákupu dluhopisů realizované centrálními bankami přispěly k izolování účastníků trhu, včetně penzijních fondů, od některých nejhorších potenciálních dopadů krize. Kromě toho se zdá, že fondy mohly během otřesů získat hotovost tím, že využily repo obchody, prodej aktiv (např. podílů fondů peněžního trhu) nebo čerpání úvěrových linek. Jak však dokládá první zpráva Komise, penzijní fondy měly při přístupu k likviditě obtíže.

Pokud ve výše uvedené analýze budeme předpokládat, že by složky penzijního systému mohly uspokojit své dodatečné potřeby hotovosti podle navrženého zátěžového scénáře prostřednictvím repo trhu, pak by poptávka po likviditě složek penzijního systému v eurozóně zůstala malá ve srovnání s objemem nevypořádaných reverzních repo obchodů (ukazatel velikosti evropského repo trhu). Nevypořádané reverzní repo obchody v prosinci 2019 činily přibližně 1,9 bilionu EUR. Za předpokladu, že výpůjční potřeby ostatních složek penzijního systému v eurozóně jsou podobné jako u nizozemských složek penzijního systému, budou potřeby hotovostních půjček všech

18 ECB, „Financial Stability Review“ (Zpráva o finanční stabilitě), květen 2020.
19 ECB, „Financial Stability Review“ (Zpráva o finanční stabilitě), květen 2020.

složek penzijního systému v eurozóně pravděpodobně nižší než 2 % celkových nevypořádaných reverzních repo obchodů[20].

Podle orgánu ESMA a rovněž dle hlášení asociace ICMA[21] si repo trh EU během otřesů na trhu způsobených onemocněním COVID-19 vedl z velké části dobře. Repo trhy se však na vrcholu krize v únoru/březnu potýkaly s některými nepříznivými podmínkami, neboť poptávka po repu vzrostla a možnosti obchodníků tuto poptávku zprostředkovat byly relativně omezené[22]. To mohlo omezit možnost mnoha podniků vstoupit na repo trh, což bylo nutné pro řízení vnitrodenní likvidity a kolaterálů. Podle některých zdrojů zhoršoval nelikvidní peněžní trh zprostředkování likvidity od bank nebankovním subjektům[23]. Jak uvedl orgán ESMA, repo trhy, u nichž je prováděn clearing, fungovaly v průběhu krize celkově efektivně a účinně a poskytovaly trvalý přístup k derivátům – i když nikoli bez prudkého nárůstu výzev k dodatkové úhradě marží.

Do budoucna budou repo trhy pravděpodobně i nadále hrát ústřední roli při plnění povinnosti centrálního clearingu; účast penzijních fondů na repo trzích v Evropě však zůstává nízká, zejména ve srovnání s USA[24].

3.3 Iniciativy navržené během veřejné konzultace

Jak dokládá zpráva orgánu ESMA, s cílem podpořit přechod složek penzijního systému k centrálnímu clearingu navrhli respondenti veřejné konzultace určité iniciativy. Cílem těchto iniciativ je především zlepšit řešení, která v současné době složky penzijního systému k centrálnímu clearingu využívají, tj. klientský clearing a modely usnadněného přístupu poskytnuté ústředními protistranami. Lze je považovat za dvě osy, od nichž by se měly odvíjet další kroky této činnosti.

Pokud jde o klientský clearing, z informací obsažených ve zprávě orgánu ESMA a z diskusí v rámci odborné skupiny Komise vyplývá, že posílení schopnosti členů clearingového systému poskytovat svým přímým klientům služby transformace kolaterálu by přispělo ke zlepšení přístupu složek penzijního systému k potřebné likviditě. Banky mají dobré předpoklady k tomu, aby usnadnily transformaci kolaterálu, a činí tak již dlouho.

Jak je uvedeno ve zprávě orgánu ESMA, banky poukázaly na určitá omezení, kvůli kterým je pro ně a pro složky penzijního systému obtížné podporovat povinnost clearingu pro složky penzijního systému: týká se to zejména pákového poměru,

---

20 COM(2020) 574 final ze dne 23. září 2020.

21 Mezinárodní asociace kapitálových trhů, „The European repo market and the COVID-19 crisis“ (Evropský repo trh a COVID-19), duben 2020.

22 Mezinárodní asociace kapitálových trhů, „The European repo market and the COVID-19 crisis“ (Evropský repo trh a COVID-19), duben 2020.

23 D'Avernas, A., Vandeweyer, Q. a Darracq Pariès, M. (2020), „Unconventional monetary policy and funding liquidity risk“ (Nekonvenční peněžní politika a financování rizik likvidity), Working Paper Series č. 2350.

24 Eurex, „Derivatives markets after the COVID-19 crisis – A review of the Digital Derivatives Forum“ (Derivátové trhy po krizi COVID-19 – zpráva z digitálního fóra o derivátech), 2020.

rizikově vážených aktiv a financování. Jak dokládá zpráva orgánu ESMA, která vychází z veřejné konzultace, pomohly by příznivější kapitálové podmínky pro repa a reverzní repa stimulovat činnost v oblasti repo obchodů.

Pokud jde o modely usnadněného přístupu, které nabízejí ústřední protistrany, některé velké složky penzijního systému již tyto modely využívají k přístupu na repo trhy, u nichž je prováděn clearing. Podle ústředních protistran, které se zúčastnily veřejné konzultace, by k tomu, aby takové řešení bylo přijato v širším měřítku, byl zapotřebí jasný signál ze strany regulačních orgánů prostřednictvím regulačních změn a stanovení jasného konečného termín pro výjimku z clearingu pro složky penzijního systému. Někteří správci aktiv, jejichž klienty jsou velké složky penzijního systému, uvedli, že tyto typy modelů představují povzbudivou cestu, a někteří respondenti poukázali na letitou spolehlivost repo trhů EU, u nichž se provádí clearing, pokud jde o dostupnou likviditu, a to i v období krize. U těchto řešení nabízených ústředními protistranami by mohla být provedena některá další provozní zlepšení s cílem lépe vyhovět potřebám složek penzijního systému: pokud jde o ústřední protistrany, z konzultace vyplynulo, že o dalších zlepšeních lze uvažovat.

Respondenti konzultace proto navrhli řadu regulačních opatření. Ve zprávě orgánu ESMA jsou uvedeny zejména tyto návrhy zúčastněných stran:

- příznivější zacházení s repo operacemi / reverzními repo operacemi v souvislosti s pákovým poměrem,
- nová kalibrace metodiky pro výpočet pákového poměru, aby se zabránilo vylepšování údajů ze strany bank v konkrétních lhůtách pro podávání zpráv během roku[25],
- zvážit zavedení zvláštní kategorie expozic vůči penzijním fondům se sníženými rizikovými vahami (což lépe odráží jejich vysokou bonitu),
- v regulaci bank konkrétně ošetřit úlohu zprostředkovatelů clearingu (bank, které umožňují složkám penzijního systému přístup k ústředním protistranám v rámci modelů usnadněného přístupu),
- v rámci směrnice Solventnost II zvážit, zda by se složkám penzijního systému a pojišťovnám, které jsou přímými členy ústřední protistrany, v souvislosti s modely usnadněného přístupu mělo dostat stejného preferenčního zacházení, jaké mají členové clearingového systému podle nařízení o kapitálových požadavcích,
- další regulační změny týkající se SKIPCP a alternativních investičních fondů s cílem podpořit centrální clearing pro stranu nákupu.

Kromě toho rada ESRB předložila návrhy na posílení rámce upravujícího riziko likvidity i pro složky penzijního systému, a to v určitých případech i zavedením zvláštní rezervy v oblasti likvidity.

4. ZÁVĚR

25 V tomto ohledu je třeba poznamenat, že Basilejský výbor pro bankovní dohled a orgány EU nedávno přijaly opatření k řešení tohoto problému tím, že zvýšily požadavky na zveřejňování informací o pákovém poměru. Tato ustanovení budou banky EU uplatňovat od června 2021.

Podle nařízení EMIR revidovaného v rámci programu Refit vyprší platnost výjimky z centrálního clearingu v červnu 2021, přičemž Evropská komise ji může dvakrát prodloužit prostřednictvím aktů v přenesené pravomoci, a to vždy o jeden rok.

Evropská komise provedla celkovou analýzu hlavních otázek, které souvisejí s centrálním clearingem prováděným složkami penzijního systému, a nastínila ji ve své první zprávě vydané v září 2020. Analýzu obecně potvrdily výsledky veřejné konzultace orgánu ESMA. Tato konzultace rovněž poskytla některé další kvantitativní poznatky.

V posledních letech došlo k posunu směrem k centrálnímu clearingu prováděnému složkami penzijního systému, a jak je uvedeno výše, složky penzijního systému částečně přecházejí na centrální clearing dobrovolně. Je to také výsledkem působení různých regulačních a tržních vlivů.

Aby však bylo možné dále pokročit ve vytváření udržitelného prostředí centrálního clearingu pro složky penzijního systému, je Komise toho názoru, že by bylo zapotřebí prodloužit jejich výjimku, a to z několika důvodů. Zaprvé by se otevřel prostor pro další vylepšení modelů usnadněného přístupu nabízených ústředními protistranami. Zadruhé by bylo možné důkladněji posoudit vhodnost a proveditelnost zavedení případných regulačních změn, které by mohly podpořit řešení pro povinný centrální clearing. Zatřetí by se poskytl čas, aby dozrála alternativní řešení, neboť peněžní trhy mohou nadále vykazovat nestálost v souvislosti s tím, jak se postupně projevují hospodářské důsledky pandemie COVID-19. Pokud by měla platnost výjimky z povinnosti clearingu pro složky penzijního systému vypršet v červnu 2021, zdá se to být předčasné zejména vzhledem k tomu, že stále mohou vyvstávat obavy ohledně dostupnosti likvidity v systému za účelem uspokojení poptávky po variační marži. A v neposlední řadě je prodloužení v souladu s doporučením orgánu ESMA ve spolupráci s orgány EBA a EIOPA a radou ESRB.

Komise proto navrhuje přijmout akt v přenesené pravomoci, kterým by byla platnost výjimky z centrálního clearingu prodloužena do června 2022.

V nadcházejících měsících bude GŘ pro finanční stabilitu, finanční služby a unii kapitálových trhů ve spolupráci se specializovanou odbornou skupinou a příslušnými útvary Komise dále zkoumat a hlouběji posuzovat různá řešení a návrhy, které předložily zúčastněné strany z odvětví.