EURÓPSKA
KOMISIA

V Bruseli 6. 5. 2021
COM(2021) 224 final

SPRÁVA KOMISIE EURÓPSKEMU PARLAMENTU A RADE

podľa článku 85 ods. 2 nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 648/2012 zo 4. júla 2012 o mimoburzových derivátoch, centrálnych protistranách a archívoch obchodných údajov zmeneného nariadením (EÚ) 2019/834, v ktorom sa hodnotí, či boli vyvinuté uskutočniteľné technické riešenia pre systémy dôchodkového zabezpečenia na prevod peňažného a nepeňažného kolaterálu ako variačných marží, ako aj potreba akýchkoľvek opatrení na uľahčenie týchto uskutočniteľných technických riešení

SPRÁVA KOMISIE EURÓPSKEMU PARLAMENTU A RADE

podľa článku 85 ods. 2 nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 648/2012 zo 4. júla 2012 o mimoburzových derivátoch, centrálnych protistranách a archívoch obchodných údajov zmeneného nariadením (EÚ) 2019/834, v ktorom sa hodnotí, či boli vyvinuté uskutočniteľné technické riešenia pre systémy dôchodkového zabezpečenia na prevod peňažného a nepeňažného kolaterálu ako variačných marží, ako aj potreba akýchkoľvek opatrení na uľahčenie týchto uskutočniteľných technických riešení

1. ÚVOD

V nariadení (EÚ) č. 648/2012 (nariadenie o infraštruktúre európskych trhov, EMIR) sa stanovuje dočasná výnimka z centrálnej zúčtovacej povinnosti subjektom, ktoré prevádzkujú systémy dôchodkového zabezpečenia, v súvislosti s niektorými typmi mimoburzových derivátov[1]. Cieľom dočasnej výnimky je zohľadniť špecifiká obchodného modelu týchto subjektov a vplyv, ktorý by mohlo mať povinné zúčtovanie na dôchodky: Subjekty, ktoré prevádzkujú systémy dôchodkového zabezpečenia, obvykle minimalizujú svoje investície do hotovosti s cieľom maximalizovať výnos pre svojich poistníkov. Z tohto dôvodu existuje riziko, že požiadavka, aby systémy dôchodkového zabezpečenia zúčtovávali zmluvy o mimoburzových derivátoch na centrálnej úrovni, by mohla viesť k tomu, že systémy dôchodkového zabezpečenia by prišli o významnú časť svojich aktív v prospech hotovosti, aby splnili požiadavky na marže centrálnych protistrán, s potenciálnym negatívnym vplyvom na dôchodkový príjem dôchodcov. Zámerom dočasnej výnimky je poskytnúť čas systémom dôchodkového zabezpečenia, centrálnym protistranám a zúčtovacím členom, aby našli uskutočniteľné technické riešenie, ktoré by systémom dôchodkového zabezpečenia umožnilo zúčtovávať na centrálnej úrovni prostredníctvom centrálnych protistrán a zároveň zabránilo podstatne nepriaznivému účinku na príjem dôchodcov.

V nariadení EMIR Refit, ktoré nadobudlo účinnosť v júni 2019, sa výnimka predlžuje do júna 2021 s možnosťou ďalšieho predĺženia prostredníctvom delegovaných aktov Komisie, a to dvakrát a vždy maximálne o jeden rok. Konečným cieľom nariadenia však naďalej zostáva centrálne zúčtovanie pre systémy dôchodkového zabezpečenia hneď, ako to bude možné. Od centrálnych protistrán, zúčtovacích členov a systémov dôchodkového zabezpečenia sa vyžaduje, aby urobili maximum a prispeli k vytvoreniu uskutočniteľných riešení.

[1] Podľa nariadenia EMIR systémy dôchodkového zabezpečenia zahŕňajú inštitúcie zamestnaneckého dôchodkového zabezpečenia vymedzené v článku 6 bode a) smernice 2003/41/ES, obchodné jednotky inštitúcií poskytujúce zamestnanecké dôchodkové zabezpečenie podľa článku 3 tejto smernice, zamestnanecké dôchodkové zabezpečenie poisťovní, na ktoré sa vzťahuje smernica 2002/83/ES (za určitých okolností), ako aj na akékoľvek iné povolené subjekty podliehajúce dohľadu alebo mechanizmy pôsobiace na vnútroštátnom základe, ktorých primárnym účelom je poskytovať dôchodkové dávky. Výnimka sa týka mimoburzových derivátov, ktoré sú objektívne merateľné ako zmierňujúce investičné riziká priamo súvisiace s finančnou solventnosťou systémov dôchodkového zabezpečenia. Vzťahuje sa aj na subjekty zriadené na účely poskytovania kompenzácií členom takýchto systémov v prípade zlyhania a na systémy dôchodkového zabezpečenia, ktoré budú mať ťažkosti so splnením požiadaviek súvisiacich s variačnou maržou (článok 89 nariadenia EMIR).

Ako sa vyžaduje podľa nariadenia EMIR Refit, Európska komisia zriadila skupinu odborníkov vrátane zástupcov centrálnych protistrán, zúčtovacích členov, systémov dôchodkového zabezpečenia a iných príslušných strán, aby mohla monitorovať ich úsilie a posúdiť, aký pokrok sa urobil pri nachádzaní uskutočniteľných technických riešení. Skupina odborníkov, v ktorej sú aj zástupcovia centrálnych bánk, Európsky orgán pre cenné papiere a trhy (ESMA) a Európsky orgán pre poisťovníctvo a dôchodkové poistenie zamestnancov (EIOPA), sa stretla v októbri 2019 a v apríli a novembri 2020.

Podľa článku 85 nariadenia EMIR Refit sa od Komisie vyžaduje, aby každý rok až do konečného predĺženia výnimky vypracovala správu, v ktorej posúdi, či sa vyvinuli uskutočniteľné technické riešenia pre systémy dôchodkového zabezpečenia na prevod peňažného a nepeňažného kolaterálu ako variačných marží, ako aj potrebu akýchkoľvek opatrení na uľahčenie týchto uskutočniteľných technických riešení. V nariadení sa takisto stanovuje, že orgán ESMA v spolupráci s Európskym orgánom pre bankovníctvo (EBA), EIOPA a ESRB predloží Komisii výročné správy, v ktorých sa táto otázka posúdi.

Orgán ESMA predložil Komisii prvú správu v apríli 2020. Prvá správa Komisie[2], vydaná v septembri 2020, obsahovala komplexnú analýzu otázok týkajúcich sa centrálneho zúčtovania zo strany systémov dôchodkového zabezpečenia.

Orgán ESMA uskutočnil verejnú konzultáciu od apríla do júna 2020 s cieľom zhromaždiť široké spektrum názorov a údajov o tejto téme. Výsledky verejnej konzultácie boli zahrnuté do druhej správy ESMA, ktorá bola Komisii predložená v decembri 2020 a ktorá bola vypracovaná v spolupráci s EBA, EIOPA a ESRB.

Ide o druhú správu Komisie podľa článku 85 nariadenia EMIR Refit. Uvádza sa v nej dosiahnutý pokrok na základe diskusií, ktoré sa uskutočnili v skupine odborníkov Komisie a na základe informácií, ktoré poskytli európske orgány dohľadu a ESRB prostredníctvom svojich správ Európskej komisii.

2. KONTEXT

Prostredie systémov dôchodkového zabezpečenia v EÚ je rôznorodé. Najväčšie systémy dôchodkového zabezpečenia v EÚ sú podľa údajov z konca roka 2018 v Holandsku, s priemerným podielom aktív na HDP 173,3 %, a v Dánsku, s podielom 198,6 %[3]. V Írsku sú zavedené podobné systémy. Podľa údajov, ktoré poskytol orgán ESMA[4], holandské systémy dôchodkového zabezpečenia predstavovali ku koncu marca 2020 70 až 80 % nominálnej hodnoty derivátov všetkých dôchodkových fondov v EÚ. Systémy dôchodkového zabezpečenia vo veľkej miere využívajú deriváty na hedžing svojich záväzkov proti niektorým rizikám.

---

2 „Správa Komisie, v ktorej sa hodnotí, či boli vyvinuté uskutočniteľné technické riešenia pre systémy dôchodkového zabezpečenia na prevod peňažného a nepeňažného kolaterálu ako variačných marží, ako aj potreba akýchkoľvek opatrení na uľahčenie týchto uskutočniteľných technických riešení“, COM(2020) 574 final.

3 ESMA, *First Report for consultation – Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements* [Prvá správa na konzultáciu – Riešenia centrálneho zúčtovania pre systémy dôchodkového zabezpečenia], apríl 2020.

4 ESMA, *Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)* [Správa Európskej komisii – Správa o riešeniach centrálneho zúčtovania pre systémy dôchodkového zabezpečenia], december 2020.

V prvej správe Komisie sa zhodnotila situácia vzhľadom na centrálne zúčtovanie systémov dôchodkového zabezpečenia. Ukázalo sa, že ako vyplynulo z diskusií v rámci skupiny odborníkov Komisie, potreba zložiť variačnú maržu v hotovosti môže byť pre systémy dôchodkového zabezpečenia problematická, a to najmä v stresových trhových podmienkach, keď môžu byť výzvy centrálnych protistrán týkajúce sa variačnej marže významné. Niektoré dôchodkové fondy začali v poslednom čase dobrovoľne centrálne zúčtovávať časť svojho portfólia derivátov, obvykle ako klienti zúčtovacích členov. Niektoré z nich začali okrem toho používať riešenia navrhnuté určitými centrálnymi protistranami[5] s cieľom uľahčiť centrálne zúčtovanie zo strany systémov dôchodkového zabezpečenia, konkrétne takzvané modely uľahčeného prístupu k ich platformám so zúčtovanými repo transakciami. Takéto modely by mali zlepšiť schopnosť systémov dôchodkového zabezpečenia obrátiť sa na trh s repo transakciami, pokiaľ ide o ich potreby likvidity[6]. Prechod na centrálne zúčtovanie je čoraz viac na vzostupe aj v dôsledku požiadaviek týkajúcich sa dvojstranných obchodov, pri ktorých sa očakáva zvýšenie likvidity dostupnej v priestore centrálneho zúčtovania v porovnaní s dvojstranným zúčtovaním[7].

V správe sa zdôraznili aj ťažkosti, ktorým môžu systémy dôchodkového zabezpečenia čeliť pri prístupe na trh s repo transakciami s cieľom zaistiť zdroj likvidity v stresových obdobiach, čo môže súvisieť aj so skutočnosťou, že zúčtovací členovia nie sú vždy ochotní alebo schopní poskytnúť služby transformácie kolaterálu systémom dôchodkového zabezpečenia v stresových trhových podmienkach.

3. HLAVNÉ VÝSLEDKY VEREJNEJ KONZULTÁCIE ORGÁNU ESMA A ĎALŠIE DISKUSIE SO ZAINTERESOVANÝMI STRANAMI

3.1 Výsledky verejnej konzultácie orgánu ESMA

Výsledky verejnej konzultácie, ktorú uskutočnil orgán ESMA, vo všeobecnosti potvrdili celkovú analýzu zahrnutú do prvej správy Komisie a poskytli ďalšiu príležitosť na doplnenie zistení o ďalšie kvantitatívne údaje. Orgán ESMA dostal odpovede[8] od širokej škály zainteresovaných strán, okrem iných vrátane správcov aktív (pre ktorých sú systémy dôchodkového zabezpečenia klientmi), obchodných združení a centrálnych protistrán. Škála zainteresovaných strán, ktoré reagovali na konzultáciu, bola rôznorodá, vďaka čomu bolo možné zhromaždiť široké spektrum názorov na rôzne

5 V EÚ spoločnosť Eurex Clearing vytvorila takýto model, pravdepodobne spolu s „uľahčeným prístupom“ na trh so zúčtovanými mimoburzovými derivátmi. Pokiaľ je Komisii známe, aj spoločnosť LCH SA je v procese vývoja riešenia „uľahčeného prístupu“. Pozri COM(2020) 574 final.

6 Zmluva o repo transakcii je zmluva o predaji cenných papierov za danú cenu spojená so zmluvou o spätnej kúpe týchto cenných papierov za dohodnutú cenu k neskoršiemu dátumu. Trh s repo transakciami spája firmy, ktoré poskytujú kolaterál výmenou za hotovosť, a firmy, ktoré poskytujú hotovosť výmenou za kolaterál.

7 ESMA, *Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)* [Správa Európskej komisii – Správa o riešeniach centrálneho zúčtovania pre systémy dôchodkového zabezpečenia, december 2020].

8 Orgán ESMA dostal 19 individuálnych odpovedí alebo odpovedí obchodných združení vrátane dvoch dôverných odpovedí a jednej spoločnej odpovede od desiatich zainteresovaných strán z odvetvia dôchodkových fondov.

aspekty možných riešení. Reakcie na konzultáciu podľa analýzy orgánu ESMA potvrdzujú, že veľká väčšina zainteresovaných strán víta situáciu, v ktorej systémy dôchodkového zabezpečenia budú schopné zúčtovávať na centrálnej úrovni a že väčšina systémov dôchodkového zabezpečenia aj chce zúčtovávať.

Konzultáciou sa potvrdilo, že niektoré systémy dôchodkového zabezpečenia už dobrovoľne zúčtovávajú časť svojho portfólia, a to aj preto, aby sa na ne nevzťahovali pravidlá o počiatočných maržiach pre dvojstranné obchody. Robia to ako klienti zúčtovacích členov. Systémy dôchodkového zabezpečenia v niektorých prípadoch využívajú aj uľahčený prístup na trhy so zúčtovanými repo transakciami, ktoré ponúkajú určité centrálne protistrany. Podľa údajov, ktoré orgánu ESMA oznámila Holandská národná banka[9], sadzby zúčtovania pre úrokové swapy EURIBOR a LIBOR pre holandské dôchodkové fondy dosiahli v treťom štvrťroku 2020 v priemere 22 %, pokiaľ ide o veľké dôchodkové fondy (v rozmedzí od 3 do 26 %), v priemere 25 %, pokiaľ ide o stredne veľké dôchodkové fondy (v rozmedzí od 0 do 46 %) a v priemere 37 %, pokiaľ ide o malé dôchodkové fondy (v rozmedzí od 0 do 100 %). Údaje naznačujú veľkú variabilitu medzi firmami. V Dánsku podľa analýzy, ktorú uskutočnila Danmarks Nationalbank, dánske systémy dôchodkového zabezpečenia zúčtujú prostredníctvom centrálnych protistrán približne 42 % svojich úrokových derivátov – takisto so značnou variabilitou medzi firmami.

Systémy dôchodkového zabezpečenia nachádzajú výhody v centrálnom zúčtovaní bez ohľadu na nadchádzajúcu povinnosť tak urobiť. Podľa orgánu ESMA ako hlavnú výhodu uvádzajú likviditu, ktorá charakterizuje zúčtované produkty, efektívnosť vykonávania a iné nákladové aspekty. Niektorí respondenti vo verejnej konzultácii uviedli, že systémy dôchodkového zabezpečenia už teraz pociťujú rozdiel v nákladoch medzi dvojstrannými a centrálne zúčtovanými zmluvami. Uviedli, že vykonanie dvojstranného 30 ročného úrokového swapu s 50 miliónovou nominálnou hodnotou môže mať len marginálne vyššie náklady ako vykonanie centrálne zúčtovaného 30 ročného úrokového swapu, a že spätná transakcia v prvom uvedenom prípade môže byť nákladnejšia.

Konzultáciou sa potvrdilo aj to, že hlavnou výzvou, pokiaľ ide o centrálne zúčtovanie pre systémy dôchodkového zabezpečenia, je otázka hotovostnej variačnej marže. Medzi ďalšie spomenuté výzvy patria náklady na zúčtovanie, ktoré by súviseli s výškou kapitálu, ktorý sú banky povinné držať voči pozíciám klientov podľa pravidiel bankového kapitálu; možnosť zúčtovacích členov ukončiť zmluvy so svojimi klientmi v krátkom čase[10] a problémy, s ktorými sa systémy dôchodkového zabezpečenia môžu stretnúť, ak je potrebné preniesť ich veľké pozície na iného zúčtovacieho člena. Je však potrebné poznamenať, že v priestore dvojstranného zúčtovania môžu byť systémy dôchodkového zabezpečenia vystavené aj zlyhaniu ich obchodných partnerov.

[9] Na základe údajov oznámených podľa nariadenia EMIR.

[10] Zmluvy o zúčtovaní klienta často obsahujú doložku o 90-dňovej výpovednej lehote.

Účastníci konzultácie sa celkovo zhodujú na tom, že v rámci riešenia problému centrálneho zúčtovania pre systémy dôchodkového zabezpečenia by sa mala nastoliť správna rovnováha medzi cieľom odolnosti finančného systému a cieľom nevytvárať dôchodcom neprimerané náklady, a že toto riešenie by malo fungovať v bežných, ale aj stresových trhových podmienkach.

3.2 Potenciálne vplyvy prechodu na povinné centrálne zúčtovanie

Kvantitatívne informácie zhromaždené orgánom ESMA prostredníctvom verejnej konzultácie poskytujú prehľad potenciálneho vplyvu centrálneho zúčtovania na systémy dôchodkového zabezpečenia, pokiaľ ide o: i) počiatočnú maržu; ii) alokáciu hotovosti; iii) zníženie výnosov; a iv) vplyvy likvidity v stresových obdobiach.

i) Vplyv na počiatočnú maržu

Podľa štúdie Medzinárodnej asociácie pre swapy a deriváty (ISDA) a organizácie PensionsEurope z roku 2018 by zúčtovací mandát, do ktorého patria holandské a dánske dôchodkové fondy, zvýšil zúčtovanú počiatočnú maržu približne o 7,4 miliardy EUR, keby bolo potrebné zúčtovať iba nové obchody, o 26 miliárd EUR, keby sa malo zúčtovať 50 % historického portfólia a o 44 miliárd EUR, keby sa malo zúčtovať celé historické portfólio[11].

Veľké systémy dôchodkového zabezpečenia by okrem toho mohli centrálne protistrany posudzovať ako prispievateľov s veľkým rizikom, pretože často majú jednosmerné swapové pozície. Jeden z nich oznámil orgánu ESMA, že jeho dodatočné navýšenia likvidity pri počiatočnej marži môžu byť také významné, že by mohol zvážiť stanovenie stropu pre počet swapov, ktoré by bol schopný zúčtovať[12].

ii) Vplyv na alokáciu hotovosti

Uplynutie platnosti výnimky z centrálneho zúčtovania by mohlo prinútiť systémy dôchodkového zabezpečenia, aby vyčlenili hotovosť, ktorá im umožní nakladať s potenciálnymi výzvami týkajúcimi sa marže. V prípade derivátových expozícií to znižuje kreditné riziko protistrany, ale súčasne sa zvyšuje riziko likvidity. V prostredí s prevládajúcimi nízkymi výnosmi je držanie hotovosti a iných likvidných aktív čoraz nákladnejšie. Pokiaľ ide o investičné fondy, motivovalo ich to k obmedzeniu držania hotovosti[13]. Z verejnej konzultácie vyplynulo, že zatiaľ čo niektoré dôchodkové fondy držia približne 2 % aktív v hotovosti, iné majú nulové strategické investície do hotovosti. Správa orgánu ESMA, ktorá vychádza z reakcií na verejnú konzultáciu, ukazuje, že keby systém dôchodkového zabezpečenia chcel byť schopný splniť 99,8 % výziev týkajúcich sa variačnej marže a za predpokladu, že 30 % jeho alokácie hotovosti je k dispozícii v jednodňovom horizonte, musel by alokovať 7,8 % svojich aktív do

11 Organizácia PensionsEurope a ISDA, *Potential demand for clearing by EU Pension Funds* [Potenciálny dopyt po zúčtovaní zo strany dôchodkových fondov v EÚ], 2018.

12 ESMA, *Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)* [Správa Európskej komisii – Správa o riešeniach centrálneho zúčtovania pre systémy dôchodkového zabezpečenia], december 2020.

13 ECB, Správa o finančnej stabilite, máj 2020.

hotovostného portfólia. Táto hodnota by stúpla na 10,9 %, keby chcel byť schopný splniť 99,95 % výziev týkajúcich sa variačnej marže a klesla by na 5,3 %, keby chcel byť schopný splniť 99 % výziev.

iii) Potenciálne zníženie výnosov

Dodatočná alokácia hotovosti zo strany systémov dôchodkového zabezpečenia s cieľom splniť potenciálne výzvy týkajúce sa marže by znamenala zníženie ročných výnosov. Zo správy orgánu ESMA vyplýva, že keby systém dôchodkového zabezpečenia musel alokovať 5 % – 10 % svojho investičného portfólia do hotovostného portfólia, výsledné zníženie ročných výnosov by mohlo byť v súčasnom prostredí nízkych úrokových sadzieb približne 0,17 % – 0,33 % ročne (s výnosmi okolo 3,17 %)[14]. Ak sa namiesto toho zohľadnia historické výnosy (podľa údajov OECD okolo 6 % pre holandský dôchodkový sektor za uplynulých 15 rokov), toto zníženie sa bude pohybovať v rozmedzí 0,3 – 0,6 %.

Ďalší správcovia aktív, ktorí reagovali na konzultáciu, uviedli, že ich klienti – systémy dôchodkového zabezpečenia, už držia značnú hotovostnú rezervu, a preto by pre nich boli náklady na financovanie dočasne vysokých požiadaviek na likviditu veľmi nízke.

V tejto súvislosti treba pripomenúť aj to, že dôchodkové fondy budú pravdepodobne čeliť dlhšiemu obdobiu nízkych výnosov a môže byť pre nich ťažké vyrovnať historické výnosy. Hoci nedávne opatrenia centrálnych bánk v oblasti menovej politiky zvrátili výrazný pokles cien aktív, dôchodkové fondy budú pravdepodobne zo strednodobého a dlhodobého hľadiska čeliť nižším úrokovým sadzbám. Výzvou bude vyrovnať historické výnosy v potenciálne volatilnom prostredí s nízkou úrokovou sadzbou. V takomto scenári môže mať aj mierne zníženie výnosov nepriaznivý vplyv na výnosy pre dôchodcov. Napríklad analýza ECB[15] ukazuje, že v prípade poisťovateľov sa pri pretrvávajúcom súčasnom prostredí úrokových sadzieb predpokladá, že priemerný kupónový príjem klesne z 2,8 % v roku 2019 na 1,7 % v roku 2030, keď budú splatné cenné papiere, ktoré poskytujú vyššie výnosy. Odhaduje sa, že klesnú aj miery záruky.

iv) Vplyv likvidity v stresových obdobiach

V prvej správe Komisie[16] sa diskutovalo o potrebách likvidity systémov dôchodkového zabezpečenia na splnenie variačnej marže pri stresovom scenári na základe 1 % zmeny v sadzbách, pričom v tejto správe sa uvádzali údaje zo štúdie spoločností Europe Economics a Bourse Consult z roku 2014 a nedávnych analýz Eurosystému v súvislosti s touto problematikou[17]. Zvýšenie úrokových sadzieb by viedlo k výzvam centrálnych protistrán týkajúcich sa variačnej marže na portfóliá úrokových swapov dôchodkových fondov. Eurosystém použil ako príklad holandské dôchodkové fondy (podľa údajov, ktoré má Eurosystém k dispozícii, držia okolo 89 % úrokových swapov dôchodkových fondov eurozóny) a simuloval vplyv jednodňového paralelného posunu o 100 bázických bodov na

[14] Z odpovedí na konzultáciu orgánu ESMA.
[15] ECB, Správa o finančnej stabilite, máj 2020.
[16] COM(2020) 574 final z 23. septembra 2020.
[17] ECB, Správa o finančnej stabilite, máj 2020.

výnosovej krivke. Podľa simulovaného stresového scenára by sa výzvy týkajúce sa variačnej marže na úrokové swapy v držbe holandských dôchodkových fondov mohli pohybovať medzi 36 miliardami a 47 miliardami EUR, čo by viedlo k súhrnnému hotovostnému deficitu vo výške 6 miliárd EUR až 15 miliárd EUR (pre dôchodkové fondy v celej eurozóne by táto suma mohla dosiahnuť až 17 miliárd EUR). Podľa odhadu na úrovni hornej hranice by 55 % holandských dôchodkových fondov nemalo dostatok hotovosti na pokrytie svojich výziev týkajúcich sa variačnej marže. Deficit by sa sústredil v malom počte fondov s pomerne nízkymi platbami variačnej marže.

Odpovede na verejnú konzultáciu orgánu ESMA v tejto súvislosti ukazujú, že podľa scenára posunu sadzieb o 100 bázických bodov by požiadavka na hotovostnú variačnú maržu predstavovala približne 95 miliárd EUR v holandských, dánskych a írskych systémoch dôchodkového zabezpečenia využívajúcich swapy.

Počas nedávnych otrasov na trhu v súvislosti s pandémiou COVID-19 sa výzvy týkajúce sa dennej variačnej marže na derivátové expozície fondov zvýšili päťnásobne[18]. Na príklade investičných fondov a na základe čiastočného vykazovania variačnej marže v údajoch týkajúcich sa nariadenia EMIR sa výzvy týkajúce sa dennej variačnej marže na fondy eurozóny zvýšili z približne 2 miliárd EUR v prvej polovici februára 2020 na viac ako 10 miliárd EUR na začiatku týždňa 16. marca 2020. Najvyšší nárast – asi 6,5-násobok – bol oznámený v súvislosti s portfóliami zloženými z akciových derivátov, po ktorých nasledujú úrokové deriváty (päťnásobný nárast), ktoré systémy dôchodkového zabezpečenia najčastejšie držia, a menové (štvornásobný nárast) portfóliá. Existujú dôkazy, že na splnenie výziev týkajúcich sa marže niektorí poisťovatelia a dôchodkové fondy eurozóny likvidovali akcie držané vo fondoch peňažného trhu.

Zdá sa, že veľký počet investičných fondov eurozóny čelil tlakom na likviditu kvôli výzvam týkajúcim sa vysokej marže, vo všeobecnosti ich však dokázali zvládnuť[19]. Zníženie úrokových sadzieb a programy nákupu dlhopisov centrálnych bánk prispeli k izolovaniu účastníkov trhu, ako aj dôchodkových fondov, od niektorých z najhorších potenciálnych vplyvov krízy. Okrem toho sa zdá, že fondy by mohli počas otrasov získať hotovosť účasťou na repo transakciách, predajom aktív (napr. akcií fondov peňažného trhu) alebo čerpaním úverových liniek. Ako je však naznačené v prvej správe Komisie, zaznamenali sa ťažkosti pri prístupe k likvidite pre dôchodkové fondy.

V uvedenej analýze za predpokladu, že systémy dôchodkového zabezpečenia by mohli podľa navrhovaného stresového scenára získavať svoje ďalšie hotovostné potreby prostredníctvom trhu s repo transakciami, by potreby likvidity systémov dôchodkového zabezpečenia v eurozóne zostali malé v porovnaní s nesplatenou sumou reverzných repo transakcií (náhrada za veľkosť trhu s repo transakciami). Nesplatené reverzné repo transakcie dosahovali v decembri 2019 sumu približne 1,9 bilióna EUR. Za predpokladu,

[18] ECB, Správa o finančnej stabilite, máj 2020.
[19] ECB, Správa o finančnej stabilite, máj 2020.

že potreby pôžičiek iných systémov dôchodkového zabezpečenia v eurozóne sú podobné potrebám holandských systémov dôchodkového zabezpečenia, je pravdepodobné, že potreby hotovostných pôžičiek všetkých systémov dôchodkového zabezpečenia v eurozóne by zostali pod 2 % celkových nesplatených reverzných repo transakcií[20].

Podľa orgánu ESMA a ako sa uvádza aj v správe združenia ICMA[21], trh EÚ s repo transakciami sa počas otrasov na trhu v súvislosti s pandémiou COVID-19 z veľkej časti udržal dobre. Trhy s repo transakciami však napriek tomu čelili istým nepriaznivým podmienkam na vrchole krízy vo februári/marci, pretože dopyt po repo transakciách sa zvýšil a možnosti obchodníkov sprostredkovať tento dopyt boli relatívne obmedzené[22]. To mohlo obmedziť schopnosť mnohých firiem vstupovať na trh s repo transakciami, čo bolo potrebné na riadenie vnútrodennej likvidity a kolaterálov. Podľa niektorých zdrojov nelikvidný peňažný trh narušil sprostredkovanie likvidity z bánk do nebankových subjektov[23]. Podľa správy orgánu ESMA trhy so zúčtovanými repo transakciami celkovo fungovali účinne a efektívne počas celej krízy a poskytovali nepretržitý prístup k derivátovým produktom – hoci to nebolo bez nárastov výziev týkajúcich sa marže.

Je pravdepodobné, že v budúcnosti budú trhy s repo transakciami naďalej zohrávať kľúčovú úlohu pri plnení výzvy súvisiacej s centrálnym zúčtovaním. Účasť dôchodkových fondov na trhoch s repo transakciami v Európe je však naďalej tlmená, najmä v porovnaní s USA[24].

3.3. Iniciatívy navrhované vo verejnej konzultácii

S cieľom podporiť pokrok smerom k centrálnemu zúčtovaniu pre systémy dôchodkového zabezpečenia, respondenti v rámci verejnej konzultácie navrhli niektoré iniciatívy, ako sa uvádza v správe orgánu ESMA. Tieto iniciatívy sú prevažne zamerané na zlepšenie riešení, ktoré v súčasnosti používajú systémy dôchodkového zabezpečenia na centrálne zúčtovanie, teda zúčtovanie klienta a modely uľahčeného prístupu centrálnych protistrán. Tieto riešenia sa ukazujú ako dve osi, okolo ktorých by sa mali sústrediť ďalšie kroky v rámci tejto práce.

Pokiaľ ide o zúčtovanie klienta, údaje uvedené v správe orgánu ESMA a diskusie v rámci skupiny odborníkov Komisie naznačujú, že zlepšenie možnosti zúčtovacích členov poskytovať služby transformácie kolaterálu svojim priamym klientom by bolo užitočné pre zlepšenie prístupu systémov dôchodkového zabezpečenia k likvidite, keď je to potrebné. Banky sú v dobrej pozícii na uľahčenie transformácie kolaterálu a robia to už dlho.

---

20 COM(2020) 574 final z 23. septembra 2020.

21 Medzinárodné združenie kapitálových trhov, *The European repo market and the Covid-19 crisis* [Európsky trh s repo transakciami a kríza spôsobená pandémiou COVID-19], apríl 2020.

22 Medzinárodné združenie kapitálových trhov, *The European repo market and the Covid-19 crisis* [Európsky trh s repo transakciami a kríza spôsobená pandémiou COVID-19], apríl 2020.

23 D'Avernas, A., Vandeweyer, Q. a Darracq Pariès, M., *Unconventional monetary policy and funding liquidity risk*, [D'Avernas, A., Vandeweyer, Q. a Darracq Pariès, M. (2020): Nekonvenčná menová politika a financovanie rizika likvidity, séria pracovného dokumentu č. 2350].

24 Eurex, *Derivatives markets after the Covid-19 crisis – A review of the Digital Derivatives Forum*, [Trhy s derivátmi po kríze spôsobenej pandémiou COVID-19 – Posúdenie Fóra pre digitálne deriváty], 2020.

Ako je naznačené v správe orgánu ESMA, banky poukázali na niektoré obmedzenia, ktoré im a systémom dôchodkového zabezpečenia sťažujú podporu zúčtovacej povinnosti systémov dôchodkového zabezpečenia: týkajú sa najmä ukazovateľa finančnej páky, rizikovo vážených aktív, financovania. Ako je uvedené v správe orgánu ESMA založenej na verejnej konzultácii, predovšetkým priaznivejšie zaobchádzanie s kapitálom v prípade repo transakcií/reverzných repo transakcií by pomohlo stimulovať aktivitu v oblasti repo transakcií.

Pokiaľ ide o modely uľahčeného prístupu ponúkané centrálnymi protistranami, niektoré veľké systémy dôchodkového zabezpečenia už takéto modely používajú na prístup na trh so zúčtovanými repo transakciami. Podľa centrálnych protistrán zúčastnených na verejnej konzultácii na to, aby takéto riešenie bolo prijaté v širšom meradle, vyžadovalo by si jasný signál regulačných orgánov, a to prostredníctvom regulačných zmien a jasného konečného dátumu pre výnimku z centrálneho zúčtovania systémov dôchodkového zabezpečenia. Niektorí správcovia aktív, ktorých klientmi sú veľké systémy dôchodkového zabezpečenia, uviedli, že tieto typy modelov sú povzbudivou cestou a niektorí respondenti poukázali na spoľahlivosť trhov EÚ so zúčtovanými repo transakciami v priebehu rokov z hľadiska dostupnej likvidity, a to aj v stresových obdobiach. S cieľom lepšie vyhovieť potrebám systémov dôchodkového zabezpečenia by sa riešenia centrálnych protistrán mohli doplniť o niektoré operačné zlepšenia: v rámci konzultácie zaznelo zo strany centrálnych protistrán, že by sa mohli zvážiť ďalšie zlepšenia.

Respondenti v rámci konzultácie preto navrhli niekoľko regulačných opatrení. V správe orgánu ESMA sa uvádzajú najmä tieto návrhy zainteresovaných strán:

- priaznivejšie zaobchádzanie s repo transakciami/reverznými repo transakciami v kontexte ukazovateľa finančnej páky,
- opätovne nastavená metodika výpočtu ukazovateľa finančnej páky s cieľom vyhnúť sa maskovaniu bánk pri určitých lehotách vykazovania počas roka[25],
- zvážiť vytvorenie osobitnej kategórie expozícií voči dôchodkovým fondom so zníženými rizikovými váhami (lepšie odrážajúcimi ich vysokú úverovú bonitu),
- zaoberať sa najmä úlohou zúčtovacích agentov (banky, ktoré umožňujú systémom dôchodkového zabezpečenia pristupovať k centrálnym protistranám v rámci modelov uľahčeného prístupu) v predpisoch pre bankovníctvo,
- v rámci smernice Solventnosť II zvážiť udelenie systémom dôchodkového zabezpečenia a poisťovniam, ktoré sú priamymi členmi centrálnej protistrany v rámci modelov uľahčeného prístupu, rovnaké preferenčné zaobchádzanie, ktoré je dostupné pre zúčtovacích členov podľa nariadenia o kapitálových požiadavkách,
- iné regulačné zmeny týkajúce sa PKIPCP a AIF s cieľom podporiť centrálne zúčtovanie na strane nákupu.

[25] V tejto súvislosti je potrebné poznamenať, že Bazilejský výbor pre bankový dohľad a orgány EÚ nedávno prijali opatrenia na riešenie tejto otázky, a to zlepšením požiadaviek na zverejňovanie informácií o ukazovateli finančnej páky. Banky EÚ začnú tieto ustanovenia uplatňovať od júna 2021.

Výbor ESRB okrem toho predložil návrhy na zlepšenie rámca pre riziko likvidity, a to aj pre systémy dôchodkového zabezpečenia, v určitých prípadoch aj vytvorením osobitného vankúša likvidity.

4. ZÁVER

Podľa nariadenia EMIR Refit platnosť výnimky z centrálneho zúčtovania uplynie v júni 2021 a Európska komisia ju môže dvakrát predĺžiť prostredníctvom delegovaných aktov, a to zakaždým o jeden rok.

Celkovú analýzu Európskej komisie v oblasti hlavných problémov týkajúcich sa centrálneho zúčtovania systémov dôchodkového zabezpečenia, ako sa uvádza v prvej správe vydanej v septembri 2020, všeobecne potvrdzujú výsledky verejnej konzultácie orgánu ESMA. Táto konzultácia priniesla aj ďalšie kvantitatívne poznatky.

V posledných rokoch sa zaznamenal pokrok smerom k centrálnemu zúčtovaniu pre systémy dôchodkového zabezpečenia a skutočne, ako sa uvádza, systémy dôchodkového zabezpečenia dobrovoľne čiastočne smerujú k centrálnemu zúčtovaniu. Je to aj výsledok rôznych regulačných a trhových síl.

Komisia je však názoru, že na to, aby sa dosiahol ďalší pokrok smerom k udržateľnému prostrediu centrálneho zúčtovania pre systémy dôchodkového zabezpečenia, bude z niekoľkých dôvodov potrebné rozšíriť výnimku pre systémy dôchodkového zabezpečenia. Po prvé, naskytla by sa možnosť vylepšiť modely uľahčeného prístupu centrálnych protistrán. Po druhé, umožnilo by to dôkladnejšie posúdenie vhodnosti a uskutočniteľnosti zavedenia akýchkoľvek potenciálnych regulačných zmien, ktoré by mohli podporiť riešenie povinného centrálneho zúčtovania. Po tretie, umožnilo by to dospieť k alternatívnym riešeniam, keďže peňažné trhy by mohli byť stále volatilné, podľa toho, ako sa budú vyvíjať hospodárske dôsledky pandémie COVID-19. Ponechanie uplynutia platnosti výnimky zo zúčtovacej povinnosti pre systémy dôchodkového zabezpečenia v júni 2021 sa javí ako predčasné, najmä z toho dôvodu, že stále môžu vzniknúť obavy z dostupnosti likvidity v systéme na uspokojenie dopytu po variačnej marži. Rozšírenie je napokon v súlade s odporúčaním poskytnutým orgánom ESMA v spolupráci s EBA, EIOPA a ESRB.

Komisia preto navrhuje prijať delegovaný akt, ktorým by sa predĺžila výnimka z centrálneho zúčtovania do júna 2022.

V nasledujúcich mesiacoch bude GR FISMA pokračovať v podrobnejšom skúmaní a posudzovaní rôznych riešení a návrhov predložených zainteresovanými stranami z odvetvia, a to v spolupráci s osobitnou skupinou odborníkov a príslušnými útvarmi Komisie.