EURÓPSKA
KOMISIA

V Bruseli 3. 2. 2015
COM(2015) 39 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 s cieľom posúdiť pokrok centrálnej protistrany a jej úsilie vo vývoji technického riešenia na prevod bezhotovostného kolaterálu ako variačných marží prostredníctvom systémov dôchodkového zabezpečenia, ako aj potrebu akýchkoľvek opatrení na uľahčenie tohto riešenia

1. ÚVOD

Nariadenie (EÚ) č. 648/2012 o mimoburzových derivátoch, centrálnych protistranách a archívoch obchodných údajov (EMIR) bolo uverejnené v *Úradnom vestníku Európskej únie* (EÚ) 27. júla 2012 a nadobudlo účinnosť 16. augusta 2012.

Podľa nariadenia EMIR mimoburzové deriváty (OTC deriváty), ktoré sú štandardizované (t. j., ktoré spĺňajú vopred určené kritériá oprávnenosti) vrátane vysokej úrovne likvidity, budú podliehať povinnej centrálnej zúčtovacej povinnosti, a musia sa zúčtovať prostredníctvom centrálnych protistrán (CCP).

Centrálne protistrany sú subjekty, ktoré vstupujú medzi dve protistrany transakcie, a tak sa stávajú „kupujúcim voči všetkým predávajúcim" a „predávajúcim voči všetkým kupujúcim". Ako protistrana každej pozície však centrálna protistrana znáša kreditné riziko protistrany v prípade, že jedna z jej protistrán zlyhá.

Centrálne protistrany sú navrhnuté tak, aby odolávali zlyhaniu zúčtovacieho člena alebo klienta, hlavne prostredníctvom používania častého a konzervatívneho kolaterálu – alebo „marže" – požiadaviek vypočítaných na pokrytie akýchkoľvek potenciálnych strát zo zlyhania. Centrálne protistrany prijímajú len vysoko likvidné aktíva, vo všeobecnosti hotovosť, pretože kolaterál na pokrytie variačnej marže (VM) vyžaduje, aby sa umožnila rýchla likvidácia v prípade zlyhania.

Systémy dôchodkového zabezpečenia[i] v mnohých členských štátoch sú aktívnymi účastníkmi na trhoch s derivátmi OTC. Vo všeobecnosti však systémy dôchodkového zabezpečenia minimalizujú svoje hotovostné pozície namiesto držania výnosnejších investícií, ako sú cenné papiere, a to s cieľom zabezpečiť vysoké výnosy pre svojich príjemcov – dôchodcov. Neschopnosť centrálnych protistrán prijímať bezhotovostné aktíva ako kolaterál na splnenie výziev týkajúcich sa variačných marží znamená, že systémy dôchodkového zabezpečenia by mali vytvárať hotovosť na krátkodobé účely, a to buď prostredníctvom vypožičiavania si hotovosti alebo predajom iných aktív s cieľom splniť výzvy týkajúce sa marží centrálnych protistrán. Toto v súčasnosti neplatí v rámci dvojstranných vzťahov, ak sú systémy dôchodkového zabezpečenia schopné poskytnúť svojim dvojstranným protistranám bezhotovostné aktíva v prípade, že sa vyžaduje marža. Takáto údržba hotovostných rezerv vedie k vysokým príležitostným nákladom pre systémy dôchodkového zabezpečenia v dôsledku nízkej úrovne úrokov, ktorú prináša hotovostný kolaterál. Náklady na centrálne zúčtovanie by preto v konečnom dôsledku znížili dôchodkové príjmy príslušných dôchodcov, ak by systémy dôchodkového zabezpečenia boli povinné poskytnúť hotovosť na splnenie výziev týkajúcich sa variačných marží,

Komisia, Rada a Parlament sa preto dohodli na trojročnej dočasnej výnimke zo zúčtovacej povinnosti pre systémy dôchodkového zabezpečenia spĺňajúce určité kritériá[ii] stanovené v článku 89 ods. 1 nariadenia EMIR. Túto výnimku možno predĺžiť celkovo o ďalšie tri roky. Toto prechodné obdobie bolo výslovne stanovené

podľa nariadenia EMIR s cieľom poskytnúť centrálnym protistranám viac času na hľadanie technických riešení na prevod bezhotovostného kolaterálu na splnenie výziev týkajúcich sa variačných marží.

2. ÚČEL SPRÁVY

V súlade s článkom 85 ods. 2 nariadenia EMIR je cieľom tejto správy predložiť posúdenie pokroku centrálnej protistrany a jej úsilie vo vývoji technického riešenia na prevod bezhotovostného kolaterálu ako variačných marží prostredníctvom systémov dôchodkového zabezpečenia, ako aj potrebu akýchkoľvek opatrení na uľahčenie tohto riešenia..

V článku 85 ods. 2 nariadenia EMIR sa takisto stanovuje, že ak sa Komisia domnieva, že nebolo vyvinuté potrebné úsilie vo vývoji vhodných technických riešení a že negatívny vplyv centrálne zúčtovaných zmlúv o derivátoch na dôchodkové dávky budúcich dôchodcov zostáva nezmenený, je oprávnená prijať delegované akty v súlade s článkom 82 s cieľom predĺžiť trojročnú lehotu uvedenú v článku 89 ods. 1 raz o dva roky a raz o ďalší rok.

S cieľom plne posúdiť súčasnú situáciu Komisia nariadila základnú štúdiu o tom, či centrálne protistrany vyvinuli potrebné úsilie na to, aby vyvinuli vhodné technické riešenia na prevod bezhotovostného kolaterálu ako variačných marží prostredníctvom systémov dôchodkového zabezpečenia. Táto základná štúdia poskytla aj analýzu potenciálnych a alternatívnych riešení. V základnej štúdii sa nakoniec analyzoval vplyv zrušenia výnimky v prípade chýbajúceho riešenia, pričom sa vypočítalo zníženie dôchodkových príjmov pre dôchodcov v rámci dotknutých systémov dôchodkového zabezpečenia[iii].

V súlade s článkom 85 ods. 2 Európska komisia v procese prípravy tejto správy uskutočnila konzultácie s Európskym orgánom pre cenné papiere a trhy a Európskym orgánom pre poisťovníctvo a dôchodkové poistenie zamestnancov.

3. ÚSILIE CENTRÁLNYCH PROTISTRÁN

3.1. „REPO“ SLUŽBY SYSTÉMOV DÔCHODKOVÉHO ZABEZPEČENIA

V tomto štádiu len jedna centrálna protistrana preukázala významné úsilie pri hľadaní riešenia s cieľom poskytnúť bezhotovostné aktíva na splnenie výziev týkajúcich sa variačných marží.

Príslušná centrálna protistrana aktívne vyvíja služby (ďalej len „repo služby systémov dôchodkového zabezpečenia“[iv]), ktoré by mohli riešiť potreby systémov dôchodkového zabezpečenia súvisiace s používaním bezhotovostných aktív na splnenie výziev týkajúcich sa variačných marží, ktoré požaduje.

Navrhované služby umožnia obmedzenému počtu účastníkov trhu, ktorí nie sú obchodníkmi (vrátane systémov dôchodkového zabezpečenia), aby sa stali členmi ich obchodných a zúčtovacích služieb (repo) transakcie spätného odkúpenia. Na základe repo transakcie jedna strana predáva aktíva (zvyčajne cenné papiere s pevným výnosom) druhej strane a zaväzuje sa spätne odkúpiť aktíva za dohodnutú cenu v budúcnosti. Aktíva slúžia ako kolaterál a zmierňujú kreditné riziko protistrany, ktoré má kupujúci voči predávajúcemu. Repo transakcie sú preto pre systémy dôchodkového zabezpečenia prostriedkom na transformáciu ich existujúcich bezhotovostných aktív na hotovosť, ktorú vyžadujú centrálne zmluvné strany na splnenie výziev týkajúcich sa variačných marží, pričom by sa malo zachovať vlastníctvo a – čo je rozhodujúce – návratnosť investícií do dlhodobých aktív. Podľa navrhovanej repo služby systémov dôchodkového zabezpečenia by systémy dôchodkového zabezpečenia vstúpili do repo transakcií s inými účastníkmi trhu obchodných služieb využívajúcich cenné papiere, ktoré už vlastnia vo svojich bežných investíciách. Tieto transakcie by sa vykonávali na repo obchodnej platforme centrálnej protistrany a automaticky by sa zúčtovávali prostredníctvom svojich zúčtovacích služieb. Hotovosť nadobudnutá prostredníctvom repo transakcií by sa potom mohla poskytnúť centrálnej zmluvnej strane na splnenie výziev týkajúcich sa variačných marží. Samotne repo transakcie by sa zúčtovávali prostredníctvom centrálnej protistrany, a preto by sa vďaka centrálnej protistrane systémov dôchodkového zabezpečenia zmiernilo kreditné riziko týchto transakcií.

Tieto služby by systémom dôchodkového zabezpečenia umožnili vykonávať repo transakcie, zatiaľ čo by sa centralizovalo riadenie pozícií v centrálnej protistrane a zmiernilo by sa akékoľvek zostatkové dvojstranné kreditné riziko protistrany v tých repo transakciách, do ktorých vstupuje namiesto repo poskytovateľa centrálna protistrana.

Keďže repo služby systémov dôchodkového zabezpečenia sa ešte stále vyvíjajú, treba v súčasnosti zodpovedať niektoré dôležité otázky týkajúce sa životaschopnosti týchto služieb. Ako sa podrobne uvádza ďalej v oddiele 4.3, konštatuje sa, že na dvojstranných repo trhoch pre systémy dôchodkového zabezpečenia môže byť nedostatočná kapacita na zabezpečenie schopnosti získať hotovosť potrebnú na splnenie výziev týkajúcich sa variačných marží zo strany centrálnej protistrany v časoch napätia na trhu. Preto si treba položiť otázku, či sa zúčtované repo trhy budú vyvíjať tak, aby sa zabezpečila dodatočná kapacita potrebná pre systémy dôchodkového zabezpečenia. Schopnosť bánk, ktoré sú poskytovateľmi repo likvidity odstrániť dvojstranné riziká vyplývajúce z ich transakcií a namiesto toho sa zamerať na centrálnu protistranu, môže mať za následok nižšie kapitálové požiadavky, ktoré by

mohli stimulovať zvýšenú aktivitu v oblasti repo transakcií. Iné regulačné faktory však môžu ovplyvniť vývoj na repo trhoch z krátkodobého až strednodobého hľadiska vrátane regulačných iniciatív v rámci dohody Bazilej III, ako aj navrhovanú daň z finančných transakcií EÚ a možné zásady povinného znižovania aktív podľa pracovných postupov Rady pre finančnú stabilitu v oblasti pôžičiek cenných papierov a repo transakcií. Je možné, že sa repo trhy stanú menej atraktívnymi pre poskytovateľov likvidity, v dôsledku čoho sa môžu zmenšovať.

Schopnosť všetkých – alebo aspoň väčšiny – systémov dôchodkového zabezpečenia, ktoré majú ťažkosti pri plnení výziev týkajúcich sa hotovostných variačných marží pri využívaní týchto služieb, je okrem toho sporná. Je to preto, lebo účastníci služieb budú potrebovať prístup k centrálnej protistrane podľa osobitnej dohody o členstve, na základe ktorej by systémy dôchodkového zabezpečenia boli viazané povinnosťou prispievať do špeciálneho fondu pre prípad zlyhania. Fond pre prípad zlyhania by sa nemal používať na pokrytie strát iných zúčtovacích členov ako v prípade konvenčných dohôd o členstve, mal by sa poskytovať iba na pokrytie priamych strát spôsobených potenciálnym zlyhaním samotného systému dôchodkového zabezpečenia. Preto nie je vystavený stratám spôsobeným inými účastníkmi zúčtovania. Bude však zahŕňať záväzok vopred hradenej dodatočnej záruky, ktorá nemusí byť prijateľná pre všetky systémy dôchodkového zabezpečenia a ich manažérov alebo správcov.

V tomto štádiu vývoja napokon nie sú známe náklady pre systémy dôchodkového zabezpečenia využívajúce potenciálne repo služby. Je možné, že náklady na vstup do zúčtovaných repo transakcií budú vyššie ako náklady na vstup do dvojstranných repo transakcií. Je to preto, lebo systémy dôchodkového zabezpečenia budú musieť udržiavať fond pre prípad zlyhania, ako sa uvádza vyššie, ako aj zúčtovací poplatok spojený s transakciou. Systémy dôchodkového zabezpečenia budú mať aj vykonávacie náklady na zavádzanie operačných pripojení k službe, ako aj na uzatváranie právnych dohôd.

Tieto potenciálne služby sú ešte stále v štádiu vývoja. Ich zavedenie sa plánuje v prvej polovici roka 2015. Po príchode služieb na trh bude Komisia naďalej spolupracovať s príslušnou centrálnou protistranou a systémami dôchodkového zabezpečenia s cieľom posúdiť ich schopnosť slúžiť potrebám systémov dôchodkového zabezpečenia.

Komisia bude takisto so záujmom skúmať schopnosť iných centrálnych protistrán vytvárať podobné služby.

Keďže navrhované služby sa ešte nezaviedli, Komisia preskúmala ďalšie potenciálne technické riešenia s cieľom zistiť, či existujú iné opatrenia, ktoré by mohli prijať centrálne protistrany, aby umožnili systémom dôchodkového zabezpečenia poskytovať bezhotovostné aktíva na splnenie výziev týkajúcich sa variačných marží. Tieto potenciálne technické riešenia sú uvedené nižšie. Životaschopnosť každej možnosti sa posudzuje so zohľadnením príslušných právnych, obchodných,

politických a praktických prekážok, súvisiacich rizík a všetkých identifikovateľných pravdepodobných nákladov pre systémy dôchodkového zabezpečenia.

V základnej štúdii sa takisto skúma, či môžu alternatívne riešenia existovať mimo infraštruktúry centrálnej protistrany tak, aby systémy dôchodkového zabezpečenia boli schopné vykonávať centrálne zúčtovanie bez toho, aby sa tým negatívne ovplyvnili dôchodkové príjmy. Tieto alternatívne riešenia sú uvedené aj ďalej spolu s analýzou ich životaschopnosti.

Prípadné riziká, ktoré vyplývajú z technických alebo alternatívnych riešení, musia byť samozrejme vyvážené vo vzťahu k úrovni zmierňovania systémového rizika, ktoré stanovuje centrálne zúčtovanie.

3.2. POTENCIÁLNE ALTERNATÍVNE RIEŠENIA

(i) Transformácia kolaterálu centrálnymi protistranami

To by znamenalo repo služby poskytované centrálnymi protistranami systémom dôchodkového zabezpečenia, v ktorých by centrálna protistrana bola hlavnou protistranou repo transakcie, pričom by systémom dôchodkového zabezpečenia poskytla hotovosť výmenou za cenné papiere. V tejto súvislosti je základná koncepcia porovnateľná s repo službami systémov dôchodkového zabezpečenia, ktoré vyvinula centrálna protistrana, ako sa uvádza vyššie. V tomto potenciálnom riešení sa však nepredpokladá schopnosť centrálnej protistrany vytvárať aj ponuku na organizovanú platformou repo obchodu a súvisiacich zúčtovacích služieb.

S cieľom zvýšiť hotovosť by potom bolo potrebné, aby príslušná zmluvná strana vykonala back-to-back repo transakciu súčasne s treťou stranou. Táto tretia strana by bola buď sprostredkovateľská banka na repo trhu alebo centrálna banka.

Je otázne, či by mechanizmus, v ktorom by centrálna banka bola jediným poskytovateľom likvidity pre repo transakcie, bol prijateľný pre túto centrálnu banku, preto sa v tejto diskusii predpokladá riešenie, pri ktorom sa od centrálnej protistrany očakáva, že by za „bežných“ podmienok používala komerčné banky a centrálnu banku by používala iba pri nepriaznivých trhových scenároch.

V súčasnosti nemajú všetky centrálne protistrany bežný prístup do zariadení centrálnych bánk. Niektoré centrálne protistrany EÚ majú v súčasnosti prístup k úveru v rámci daného dňa a za stanovených podmienok k jednodňovému úveru. Tento prístup by však nebolo vhodné zaviesť ako štandardný nástroj transformácie kolaterálu na základe repo transakcie. Na to by bolo potrebné aspoň to, aby centrálne protistrany mali prístup k jednodňovým zariadeniam alebo dokonca k úverovým operáciám s dlhšou splatnosťou, aby sa zabránilo obnoveniu krátkodobých repo transakcií na dennej báze. To by si vyžadovalo zmenu praxe medzi centrálnymi protistranami a

centrálnymi bankami, ktorú by centrálne banky a ich zainteresované strany mali starostlivo zvážiť.

Z tohto potenciálneho riešenia vyplýva, že centrálne protistrany predpokladajú zvýšený stupeň rizika, pokiaľ ide o objem repo transakcií a následné vystavenie protistrany trhovému riziku. Tým sa zasa zvyšuje systémové riziko, ktoré predstavujú centrálne protistrany.

K ďalším prekážkam patrí potreba, aby centrálna protistrana investovala do potrebnej kapacity na riadenie obchodovania a správu financií , ako aj do operačných a právnych zmien – v prvom rade vo svojich postupoch pre prípad zlyhania, keď repo transakcie so zúčtovacím členom, ktorý zlyhal, môžu vyžadovať, aby sa likvidovali súčasne s príslušnými portfóliami OTC derivátov.

(ii) Priame schválenie bezhotovostných aktív s prenosom na príjemcov variačných marží

Centrálna protistrana by tu umožnila systémom dôchodkového zabezpečenia poskytovať a prijímať variačné marže vo forme bezhotovostných aktív, ktoré už má v držbe, ako sú štátne dlhopisy. Uvedené aktíva by potom prechádzali do transakcie cez protistranu s kladnou realizačnou hodnotou.

Centrálna protistrana by musela poskytnúť na zúčtovanie dva súbežné súbory výrobkov, ktoré majú rovnaké základné hospodárske podmienky – jeden, v prípade ktorého by sa variačné marže vyplácali v hotovosti a ostatné, v prípade ktorých by sa poskytovali a prijímali v špecifikovaných prípustných cenných papieroch. Tým by sa znížila likvidita trhu s pravdepodobnosťou širších obchodných marží a menšou flexibilitou pri prenose alebo likvidácii pozícií zúčtovacieho člena, ktorý zlyhá, pri centrálnej protistrane. Takisto by nebolo možné, aby sa výzvy pre kolaterál kompenzovali medzi týmito dvoma výrobkami.

Včasné vyrovnanie je ďalšou hlavnou prekážkou životaschopnosti tejto možnosti. Účastníci poskytovania bezhotovostných variačných marží by mali mať možnosť previesť cenné papiere na meno centrálnej protistrany v rovnaký deň, ako sa uskutočnila výzva na kolaterál. To by sa však v praxi dosiahlo ťažko, pretože vyrovnanie v ten istý deň nie je v súčasnosti bežnou praxou centrálnych depozitárov cenných papierov. Ďalším problémom je, že cenné papiere môžu byť vymieňané len v prevoditeľných jednotkách. Keďže záväzky alebo pohľadávky variačných marží vypočíta centrálna protistrana v peňažnej hodnote, centrálna protistrana by mala stanoviť trhový dohovor o tom, ako sa tieto hodnoty prepočítajú na realizovateľný objem akejkoľvek záruky, ktorú sa platca variačných marží rozhodne poskytnúť v dôsledku rozdielov v zaokrúhľovaní a hotovostných úprav medzi centrálnou protistranou a zúčtovacími členmi.

Okrem toho by centrálnym protistranám, zúčtovacím členom, správcom, depozitárom, správcov aktív a systémom dôchodkového zabezpečenia vznikli náklady vo výške

niekoľkých miliónov eur na zabezpečenie potrebných operačných spôsobilostí v tejto oblasti.

Pokiaľ ide o zákonnosť, existujú pochybnosti, či by postúpenie cenných papierov prostredníctvom príjemcu variačných marží spĺňalo určité požiadavky systémov dôchodkového zabezpečenia na kontrolu ich aktív.

(iii) Prijímanie bezhotovostných aktív s prenosom záložného práva na príjemcov variačných marží

Centrálna protistrana by znovu umožnila systémom dôchodkového zabezpečenia poskytovať variačné marže vo forme cenných papierov ako v bode ii).

Napriek tomu by však centrálna protistrana namiesto prevodu cenných papierov na protistrany, ktoré sú oprávnené prijať variačné marže, zriadila záložné právo na poskytnuté cenné papiere v prospech príjemcu variačných marží.

Na základe tohto riešenia sa aktíva poskytnuté na splnenie výziev týkajúcich sa variačných marží neprevádzajú na príjemcu variačných marží, takže riziko v zmluve nie je skutočne vyrovnané. Jednoducho existuje právny nárok, ktorý sa bude odlišovať z hľadiska hodnoty v čase. V prípade zlyhania by hodnota pohľadávky bola neistá až do jej likvidácie. Toto dodatočné riziko by viedlo k zmluve, ktorá sa musí oceňovať inak, čo povedie k vyšším nákladom než v prípade zmlúv s pravidelným vyrovnávaním v hotovosti, a znovu vytvára rozdvojenie zúčtovaných produktov s nižšou likviditou v produkte prispôsobenom systému dôchodkového zabezpečenia.

Právne riziko je takisto prekážkou pre toto riešenie, pretože na záložné práva sa v rámci EÚ vždy nevzťahujú rovnaké právne rámce. Toto potenciálne vedie k právnej neistote, pokiaľ ide o to, čo by sa stalo v prípade zlyhania

(iv) Kolaterál štvrtej strany na záložné právo na variačné marže

Toto je zmena oproti predchádzajúcemu riešeniu, v ktorom má cenné papiere v držbe depozitár, a to podľa dohody medzi ním, systémom dôchodkového zabezpečenia, protistranou pôvodnej transakcie a centrálnou protistranou.

Na základe tohto mechanizmu by systémy dôchodkového zabezpečenia mohli poskytovať bezhotovostné aktíva ako variačné marže bez potreby transformovať ich do hotovosti. Kolaterál by sa namiesto toho poskytol vo forme záložného práva v prospech protistrany. Systémy dôchodkového zabezpečenia by zadávali svoje riadenie kolaterálu externému správcovi prostredníctvom formalizovaného mechanizmu medzi štyrmi stranami, ktorými sú systémy dôchodkového zabezpečenia, protistrana, centrálna protistrana a depozitár. Riešenie by vychádzalo z existujúcich trojstranných služieb riadenia kolaterálu.

Pri tomto riešení sa uvádzajú tie isté problémy ako pri predchádzajúcom, keďže vedie k nevyrovnanému kreditnému riziku protistrany, ktoré je v rozpore s funkciou variačných marží a môže spôsobiť problémy zúčtovacím členom, protistranám a regulačným orgánom.

Znovu by sa tým vytvorilo rozdvojenie v produktoch, pokiaľ ide o likviditu a kompenzáciu.

(v) Transformácia kolaterálu zo strany zúčtovacích členov

Táto prvá alternatíva technického riešenia pre centrálnu protistranu predstavuje pre systémy dôchodkového zabezpečenia možnosť získať hotovosť vykonávaním repo transakcií so svojimi zúčtovacími členmi mimo vlastnej infraštruktúry centrálnej protistrany.

Zúčtovací členovia centrálnych protistrán OTC derivátov vo všeobecnosti patria do bankových skupín, ktoré sú takisto aktívne na repo trhu. To znamená, že zúčtovací členovia majú zdanlivo dobré predpoklady na poskytovanie repo služieb svojim klientom systému dôchodkového zabezpečenia na tento účel bez investovania do nových obchodných operácií. Tieto služby by sa mohli poskytovať systémom dôchodkového zabezpečenia aj nezávisle od ich určených zúčtovacích maklérov treťou bankou.

Súčasný rozsah dvojstranných repo trhov však môže mať nedostatočnú kapacitu na poskytovanie hotovosti, ktorú by systémy dôchodkového zabezpečenia potrebovali na splnenie záväzkov týkajúcich sa variačných marží. V každom prípade by obchodníci nezaručili repo línie, ktoré by mohli byť stiahnuté v čase napätia.

Podľa zistení základnej štúdie (pozri najmä bod 5.7.3) by však repo trh nebol schopný zvládnuť celkový dopyt zo strany systémov dôchodkového zabezpečenia, ktoré sa snažia plne financovať výzvy týkajúce sa variačných marží prostredníctvom hotovosti v dôsledku prudkého pohybu úrokových sadzieb (napríklad 100 bázických bodov) a systémy dôchodkového zabezpečenia by v dôsledku toho nemali prístup k financovaniu, ktoré je potrebné na splnenie výziev týkajúcich sa variačných marží, ak by sa mali spoliehať na dvojstranný repo trh. To by viedlo k výzvam týkajúcim sa nezaplatených marží a zlyhaniu systémov dôchodkového zabezpečenia, ako aj k dominovému efektu na trhy.

Na základe uvedenej dohody by bol zúčtovací sprostredkovateľ systému dôchodkového zabezpečenia vystavený dôsledkom zlyhania systému dôchodkového zabezpečenia a mohol by byť zmluvne zaviazaný splniť výzvy týkajúce sa variačných marží v mene svojho klienta systému dôchodkového zabezpečenia. Zúčtovací sprostredkovatelia sú vo všeobecnosti banky na najvyššej úrovni, a preto predstavujú významné riziko pre širší finančný systém.

(vi) Agentúra na požičiavanie cenných papierov

Podľa vzoru Agentúry na požičiavanie cenných papierov by systémy dôchodkového zabezpečenia požičiavali cenné papiere zo svojho vlastného portfólia tretím stranám a od dlžníka by prijímali kolaterál vo forme hotovosti, ktorá by sa mohla použiť na splnenie výziev týkajúcich sa variačných marží.

Požičiavanie cenných papierov už používajú mnohé systémy dôchodkového zabezpečenia prostredníctvom zavedených operačných a právnych opatrení. Schopnosť systémov dôchodkového zabezpečenia požičiavať však závisí od potrieb ostatných účastníkov na trhu požičať si ponúkané aktíva v každom danom čase. To, či si protistrany skutočne chcú požičať cenné papiere a na aké obdobie, je mimo kontroly systémov dôchodkového zabezpečenia. Požičiavanie cenných papierov sa preto nemôže považovať za spoľahlivý zdroj financovania. Rovnako ako v uvedenom prípade by tento mechanizmus mohol mať za následok výzvy týkajúce sa nezaplatených marží a mohol by viesť k zlyhaniu zúčtovacieho sprostredkovateľa systému dôchodkového zabezpečenia.

(vii) Zabezpečené požičiavanie zo strany nefinančných subjektov

V základnej štúdii sa uvádza, že mnohé veľké podnikateľské subjekty majú v súčasnosti veľké hotovostné rezervy a môžu sa pokúšať bezpečne požičiavať.

Táto alternatívna možnosť by sa vzťahovala na systémy dôchodkového zabezpečenia poskytujúce cenné papiere v rámci repo transakcie a prijímajúce od podnikateľského subjektu hotovosť ako kolaterál oproti spätnému odkúpeniu, podobne ako alternatívne riešenie uvedené v písmene v).

V súčasnosti neexistuje rozvinutý trh pre zabezpečené pôžičky podnikov pre systémy dôchodkového zabezpečenia, takže zatiaľ čo podniky koncepčne môžu mať prostriedky na poskytovanie hotovosti pre systémy dôchodkového zabezpečenia na splnenie výziev týkajúcich sa variačných marží centrálnych protistrán, kapacitu a volatilitu takéhoto trhu nie je možné posúdiť. Pri tejto alternatíve sa takisto kladú otázky, či by si vytvorenie takéhoto trhu vyžadovalo nariadenie, a aký vplyv by to malo na náklady a dostupnosť. Preto túto alternatívu nemožno považovať za životaschopnú možnosť.

4. ZÁVERY

4.1. POKROK A ÚSILIE CENTRÁLNYCH PROTISTRÁN

Možno dospieť k záveru, že s výnimkou navrhovanej repo služby systémov dôchodkového zabezpečenia uvedenej v oddiele 3 sa zdá, že centrálne protistrany

nedosiahli dostatočný pokrok pri vyvíjaní technických riešení na prevod bezhotovostného kolaterálu na variačné marže. Zdá sa, že ani jedna centrálna protistrana nesledovala žiadne z potenciálnych alternatívnych riešení založených na infraštruktúre a analyzovaných v oddiele 3.2 písm. i) až iv). Možno konštatovať, že k tomu došlo v dôsledku prekážok, ktoré sú identifikované v tejto správe. Napriek tomu by centrálne protistrany mali ďalej uvažovať o spôsoboch, ktorými by sa prekážky identifikované pri zavádzaní potenciálnych alternatívnych riešení mohli prekonať v praxi.

Nedostatočný pokrok pri identifikácii a vyvíjaní životaschopných riešení možno vysvetliť tým, že tie centrálne protistrany, ktoré nevypracovali riešenia, v súčasnosti nie sú vhodné na poskytovanie takých služieb, pretože už neposkytujú žiadne obchodné alebo zúčtovacie služby na repo trhoch, o ktoré by sa dalo oprieť s cieľom uľahčiť transformáciu kolaterálu. Takisto možno predpokladať, že centrálne protistrany musia sústrediť svoje zdroje za posledné dva až tri roky s cieľom zosúladiť svoje služby s novozavedenými požiadavkami podľa nariadenia EMIR, ako aj s ostatnými aspektmi EÚ a medzinárodných regulačných reforiem[v]. Centrálne protistrany takisto vynaložili značné zdroje na vypracovanie zúčtovacích riešení klienta vo všeobecnosti, pretože zúčtovacie povinnosti sa v rámci nariadenia EMIR rozšíria na malých a stredných účastníkov trhu (vrátane systémov dôchodkového zabezpečenia), ktorí nie sú schopní zúčtovávať priamo ako zúčtovací členovia. Nedostatočné úsilie pri vyvíjaní technických riešení sa preto dá pripísať aj skutočnosti, že centrálne protistrany neboli schopné podporiť nový vývoj v tejto oblasti.

4.2 POTREBNÉ OPATRENIA

Komisia bude naďalej monitorovať vývoj repo služieb, ktoré navrhuje príslušná centrálna protistrana s cieľom posúdiť, či sa toto zameranie udržiava a či možno riešenie bez problémov zaviesť v roku 2015 tak, ako sa predpokladalo. Úspešné vykonávanie týchto navrhovaných služieb bude závisieť aj od pokračujúcej spolupráce potenciálnych účastníkov systémov dôchodkového zabezpečenia.

Komisia bude aj naďalej spolupracovať s ostatnými centrálnymi protistranami EÚ, ktoré zúčtovávajú príslušné transakcie s OTC derivátmi (úroková sadzba a/alebo inflačné swapy) s cieľom posúdiť, či by tieto centrálne protistrany mohli prijať podobné riešenia. Ako je uvedené vyššie, môže to závisieť od schopnosti iných centrálnych protistrán poskytovať služby v oblasti repo obchodovania a zúčtovania, ako aj zúčtovanie OTC derivátov. Komisia však dôrazne vyzýva všetky centrálne protistrany EÚ v spolupráci s ich zúčtovacími členmi a systémami dôchodkového zabezpečenia, aby pokračovali vo svojich úvahách o tom, ako možno prekonať prekážky analyzované v tejto správe na dosiahnutie zúčtovacích riešení, ktoré by či už jednotlivo alebo v kombinácii mohli systémom dôchodkového zabezpečenia poskytnúť potrebnú kapacitu na centrálne zúčtovanie transakcií s OTC derivátmi s

menším vplyvom na ich výnosy. Vhodné riešenie umožní systémom dôchodkového zabezpečenia pokračovať v ich činnosti s OTC derivátmi bez tlmiacich nákladov a zároveň poskytnúť ich protistranám výhody centrálneho zúčtovania a širší finančný systém.

Komisia však uznáva, že pri absencii riešenia, sa od systémov dôchodkového zabezpečenia bude v konečnom dôsledku požadovať, aby cenné papiere nahradila hotovosť s cieľom zachovať dostatočnú hotovostnú rezervu na splnenie výziev týkajúcich sa variačných marží najneskôr od augusta 2018. Treba zohľadniť aj to, že hoci sa zdá, že ani jedno z potenciálnych alternatívnych riešení neposkytuje systémom dôchodkového zabezpečenia úplne vyčerpávajúce uspokojivé riešenie, môže byť potrebné použiť kombináciu transformácie kolaterálu. Komisia by podporila priemysel aj v tom, aby zvážil, aké dlhodobé možnosti financovania (ako napríklad kryté dlhopisy alebo cenné papiere zabezpečené aktívami) môžu byť k dispozícii pre systémy dôchodkového zabezpečenia, ktoré by samostatne alebo v kombinácii mohli poskytnúť dostatočné spoľahlivé zdroje financovania, a to aj v časoch napätia. Uznáva sa, že takéto možnosti financovania môžu závisieť od schopnosti systémov dôchodkového zabezpečenia zachovať vlastníctvo a/alebo kontrolu nad cennými papiermi vymenenými za hotovosť a preto by sa požadovala flexibilita.

4.3 MOŽNÝ NEPRIAZNIVÝ ÚČINOK ZMLÚV O CENTRÁLNOM ZÚČTOVANÍ DERIVÁTOV NA DÔCHODKOVÉ DÁVKY BUDÚCICH DÔCHODCOV

V prípade absencie výnimky zo zúčtovacej povinnosti by systémy dôchodkového zabezpečenia boli nútené namiesto výnosnejších aktív, ktoré spoločne vlastnia ako štátne dlhopisy, držať hotovostné rezervy. Pokračovanie v držbe bezhotovostných aktív a spoliehanie sa na otvorené repo trhy na *ad hoc* báze neposkytuje dostatočnú istotu. Ako sa uvádza v základnej štúdii, hlavnou identifikovateľnou prekážkou je pritom skutočnosť, že súčasné dvojstranné repo trhy zjavne nemajú dostatočnú likviditu na zvládnutie potrieb systémov dôchodkového zabezpečenia EÚ v stresových scenároch. Tento záver je založený na analýze trhov EÚ so štátnymi dlhopismi. V základnej štúdii sa uvádza, že súhrnná výzva týkajúca sa variačných marží na 100 bázických bodov by bola vo výške 204 – 255 miliárd EUR pre systémy dôchodkového zabezpečenia EÚ. Z toho by sa 98 – 123 miliárd EUR (82 – 103 miliárd GBP) týkalo systémov dôchodkového zabezpečenia Spojeného kráľovstva, a súviselo by predovšetkým s aktívami v britských librách a 106 – 130 miliárd EUR by sa vzťahovalo na aktíva v eurách (a možno aj v iných menách).

Aj keby boli systémy dôchodkového zabezpečenia jedinými aktívnymi účastníkmi na týchto trhoch, celkové požiadavky týkajúce sa variačných marží pri takomto presune by prekročili zjavnú dennú kapacitu Spojeného kráľovstva „gilt“ repo trhov a pravdepodobne by prevýšili príslušné časti repo trhu štátnych dlhopisov EÚ – t. j.

predovšetkým v nemeckých štátnych dlhopisoch (bunds). Repo likvidita existuje aj v iných, menej likvidných, ale stále vysokých zárukách, aj keď trhy pre tieto nástroje sú oveľa citlivejšie na zmenšovanie v čase napätia.

Držbou hotovostných rezerv na pokrytie potenciálnych pohybov na trhu sa znížia celkové výnosy získané z investícií v prospech dôchodcov, ktoré patria do schém, čím sa v konečnom dôsledku môžu znížiť celkové sumy zaplatené systémami dôchodkového zabezpečenia ako dôchodkové príjmy týchto príjemcov.

Podľa základnej štúdie by náklady na prechod od dvojstrannej kolateralizácie ku poskytovaniu hotovostných variačných marží s vplyvom centrálnych protistrán, ktoré si vyžadujú systémy dôchodkového zabezpečenia, mohli následne predstavovať kumulované percentuálne zníženie dôchodkových príjmov až o 3,1 percenta v Holandsku a 2,3 percenta v Spojenom kráľovstve počas obdobia 40 rokov. Celkový očakávaný vplyv na dôchodkové príjmy v EÚ by za 20 – 40 rokov predstavoval až 3,66 %. Toto je možné priamo priradiť k zníženiu očakávaných investičných výnosov požadovaním držby hotovostných rezerv namiesto bezhotovostných záruk.

Je to významný vplyv, ktorý by sa pravdepodobne ohol týkal dôchodcov v celej EÚ a môže sa považovať za neprimeraný k výhodám, ktoré slúžia požadujúcim systémom dôchodkového zabezpečenia na zúčtovanie v tomto štádiu. Tento záver zohľadňuje skutočnosť, že v každom prípade sa bude požadovať, aby transakcie boli kolateralizované na dvojstrannom základe podľa nastávajúcich dvojstranných požiadaviek na maržu podľa článku 11 ods. 3 nariadenia EMIR, čím sa zmierni kreditné riziko protistrany v transakciách, v ktorých sú protistranou, a to tak z pohľadu bánk, ako aj z pohľadu systémov dôchodkového zabezpečenia.

Je možné, že sa systémy dôchodkového zabezpečenia v hornej časti stupnice tohto vplyvu môžu rozhodnúť nezaisťovať svoje záväzky s cieľom zachovať súčasnú úroveň dôchodkového príjmu pre príjemcov. To by spôsobilo riziko straty na investíciách v dôsledku nezaistenej volatility trhov, čo by takisto viedlo k zníženiu dôchodkových príjmov.

Malo by sa však poznamenať, že vzhľadom na to, že podstatná väčšina štandardizovaných zmlúv o OTC derivátoch sa presúva na centrálne zúčtovanie, nezúčtované zmluvy sa môžu časom stať menej likvidnými. Tým by sa v budúcnosti skrátil celkový cenový rozdiel medzi zúčtovanými a nezúčtovanými zmluvami.

4.4 NÁVRH DELEGOVANÉHO AKTU

Komisia sa domnieva, že sa v súčasnosti nevyvinulo potrebné úsilie na rozvoj vhodných technických riešení a že negatívny vplyv centrálneho zúčtovania zmlúv o derivátoch na dôchodkové dávky budúcich dôchodcov zostáva nezmenený.

Komisia má preto v úmysle navrhnúť predĺženie trojročného obdobia uvedeného v článku 89 ods. 1 nariadenia EMIR o dva roky prostredníctvom delegovaného aktu. Komisia bude naďalej monitorovať situáciu, pokiaľ ide o technické riešenia pre systémy dôchodkového zabezpečenia na poskytovanie bezhotovostných aktív na splnenie výziev týkajúcich sa variačných marží centrálnych protistrán s cieľom posúdiť, či by sa toto obdobie malo predĺžiť o ďalší rok.

[i] ako je definované v článku 2 ods. 10 nariadenia EMIR.

[ii] V článku 89 ods. 1 a 2 nariadenia EMIR sa výnimka uplatňuje iba na OTC deriváty, ktoré sú objektívne merateľné ako zmierňujúce investičné riziká priamo súvisiace s finančnou solventnosťou systémov dôchodkového zabezpečenia a ak systém dôchodkového zabezpečenia narazí na ťažkosti pri plnení požiadaviek týkajúcich sa variačných marží.

iii Základná štúdia sa sprístupní na webovej stránke Európskej komisie http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#maincontentSec2

[iv] Je potrebné poznamenať, že vyvíjané služby by neboli obmedzené na systémy dôchodkového zabezpečenia, ale by mohli byť poskytované aj iným účastníkom trhu s podobnými potrebami.

[v] Niektoré centrálne protistrany EÚ sú oprávnené a aktívne v jurisdikciách tretích krajín.