EVROPSKÁ
KOMISE

V Bruselu dne 3.2.2015
COM(2015) 39 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, která posuzuje pokrok a úsilí ústředních protistran při hledání technických řešení pro převod nehotovostníhgo kolaterálu složkami penzijního systému jako variačních marží a nutnost přijmout opatření k usnadnění takového řešení

1. ÚVOD

Nařízení (EU) č. 648/2012 o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů (EMIR) bylo v *Úředním věstníku Evropské unie* (EU) zveřejněno dne 27. července 2012 a v platnost vstoupilo dne 16. srpna 2012.

Podle tohoto nařízení budou standardizované OTC deriváty (tj. takové, které splňují předem stanovená kritéria způsobilosti), včetně vysoké míry likvidity, podléhat povinnému centrálnímu clearingu, který musí provádět ústřední protistrany.

Ústřední protistrany jsou subjekty, které při transakci vstoupí mezi dvě protistrany, a stanou se tudíž „kupujícím pro každého prodávajícího“ a „prodávajícím pro každého kupujícího“. Jako protistrana každé pozice nese ústřední protistrana v případě, že jedna z jejích protistran selže, úvěrové riziko protistrany.

Ústřední protistrana je koncipována tak, aby odolala selhání člena clearingového systému nebo klienta, a to především uplatňováním častých a střízlivých požadavků na kolaterál, tedy „maržových“ požadavků, které mají krýt jakékoli potenciální ztráty plynoucí ze selhání. Ústřední protistrana přijímá ke splnění výzev k dodatkové úhradě variační marže jako kolaterál pouze vysoce likvidní aktiva, zpravidla hotovost, aby zajistila možnost rychlé likvidace v případě selhání.

Složky penzijního systému[i] jsou v mnoha členských státech aktivními účastníky trhu s OTC deriváty. Tyto složky však obvykle minimalizují své hotovostní pozice, místo toho drží investice s vyššími výnosy, např. cenné papíry, aby svým příjemcům, penzistům, zajistily významnou návratnost. Skutečnost, že ústřední protistrany nemohou ke splnění výzev k dodatkové úhradě variační marže přijímat jako kolaterál nehotovostní aktiva, znamená, že složky penzijního systému by v krátkodobém horizontu musely vytvářet hotovost, a to tak, že si peněžní prostředky buď půjčí, nebo prodají jiná aktiva, aby splnily výzvy ústřední protistrany k dodatkové úhradě marže. K tomu v rámci dvoustranných vztahů, kdy složky penzijního systému mohou v rozsahu požadované marže ve prospěch příslušné protistrany zaúčtovat nehotovostní aktiva, v současnosti nedochází. Z důvodu nízkého úroku, jejž přináší hotovostní kolaterál, však takové hotovostní rezervy vedou k vysokým nákladům ušlých příležitostí složek penzijního systému. Pokud by složky penzijního systému musely ke splnění výzev k dodatkové úhradě variační marže zaúčtovat hotovost, náklady na centrální clearing by nakonec vedly k poklesu důchodových příjmů příslušných penzistů.

Komise, Rada a Parlament se proto dohodly na tříleté výjimce z povinnosti clearingu pro složky penzijního systému, které splňují určitá kritéria[ii], jak je stanoveno v čl. 89 odst. 1 nařízení EMIR. Výjimku lze celkem prodloužit o další tři roky. Konkrétním účelem tohoto přechodného období stanoveným v nařízení EMIR je poskytnout ústředním protistranám více času na vypracování technických řešení pro převod

nehotovostního kolaterálu za účelem splnění výzev k dodatkové úhradě variační marže.

2. ÚČEL ZPRÁVY

V souladu s čl. 85 odst. 2 nařízení EMIR je účelem této zprávy předložit posouzení pokroku a úsilí ústředních protistran při hledání technických řešení pro převod nehotovostního kolaterálu složkami penzijního systému jako variačních marží a rovněž nutnosti přijmout opatření k usnadnění takového řešení.

Ustanovení čl. 85 odst. 2 nařízení EMIR také stanoví, že domnívá-li se Komise, že nebylo vyvinuto nezbytné úsilí o nalezení vhodných technických řešení a že se nemění negativní dopad derivátových smluv, jejichž clearing provádí ústřední protistrana, na důchodové dávky budoucích důchodců, je zmocněna přijmout akty v přenesené pravomoci v souladu s článkem 82 k prodloužení tříleté lhůty uvedené v čl. 89 odst. 1 jednou o dva roky a jednou o rok.

Aby Komise mohla zcela posoudit současnou situaci, nechala vypracovat základní studii týkající se otázky, zda ústřední protistrany vyvíjely nezbytné úsilí o nalezení vhodných technických řešení pro převod nehotovostního kolaterálu složkami penzijního systému jako variačních marží. Součástí základní studie byla i analýza potenciálních a alternativních řešení. Zabývala se také analýzou dopadů, jež by mělo zrušení výjimky v případě, že by řešení nalezeno nebylo, a obsahovala výpočet poklesu důchodových příjmů penzistů dotčených složek penzijního systému[iii].

Při přípravě této zprávy vedla Evropská komise konzultace s Evropským orgánem pro cenné papíry a trhy a Evropským orgánem pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění v souladu s čl. 85 odst. 2.

3. ÚSILÍ ÚSTŘEDNÍCH PROTISTRAN

3.1 „REPO“ SLUŽBA PRO SLOŽKU PENZIJNÍHO SYSTÉMU

Významnější úsilí o to, jak nalézt řešení pro účtování nehotovostních aktiv, jímž by byly plněny výzvy k dodatkové úhradě variační marže, prokázala v této fázi pouze jedna ústřední protistrana.

Příslušná ústřední protistrana aktivně připravuje službu (dále jen „repo služba pro složku penzijního systému“[iv]), jež by mohla být reakcí na potřeby složek penzijního systému využívat nehotovostní aktiva ke splnění výzev k hotovostní dodatkové úhradě variační marže, kterou vyžaduje.

Díky této službě by se omezená škála účastníků trhu, jež nejsou obchodníky, a to včetně složek penzijního systému, mohla zapojit do jejích repo obchodů a stát se členy její clearingové služby. V rámci repo obchodu prodává jedna strana aktiva (zpravidla cenné papíry se stálým výnosem) jiné straně a zavazuje se k jejich budoucímu zpětnému odkupu za dohodnutou cenu. Aktiva slouží jako kolaterál a snižují úvěrové riziko protistrany, které kupující ve vztahu k prodávajícímu nese. Repo obchody jsou tak pro složky penzijního systému prostředkem, jak svá stávající nehotovostní aktiva převést na hotovost, kterou ústřední protistrana vyžaduje ke splnění výzev k dodatkové úhradě variační marže, přičemž si aktiva ponechávají ve svém vlastnictví, a, co je mnohem důležitější, ponechávají si dlouhodobě i výnosy z investic do těchto aktiv. V rámci repo služby pro složku penzijního systému by se tyto složky podílely na repo obchodech s jinými účastníky trhu, kteří by byli členy této služby obchodování, a to za použití cenných papírů, které jsou tak jako tak běžnou součástí jejich investic. Obchody by byly prováděny na obchodní platformě ústřední protistrany pro repo obchody a jejich clearing by byl prováděn v rámci její clearingové služby. Hotovost vytvořená prostřednictvím repo obchodů by pak mohla být zaúčtována ve prospěch ústřední protistrany, aby byly splněny její výzvy k dodatkové úhradě variační marže. Clearing samotných repo obchodů by byl prováděn prostřednictvím ústřední protistrany, jež by tak snížila úvěrové riziko protistrany, které složka penzijního systému v souvislosti s takovým obchodem nese.

Tato služba by složkám penzijního systému umožnila provádět repo obchody a současně centralizovat řízení pozic u ústřední protistrany, čímž by snížily zbytkové dvoustranné úvěrové riziko protistrany při repo obchodech, neboť v takové situaci by jejich partnerem byla ústřední protistrana, nikoli protistrana repo obchodu.

Vzhledem k tomu, že zatím neexistuje konečná podoba repo služby pro složku penzijního systému, vyskytují se v této fázi ještě některé důležité otázky spojené s životaschopností této služby. Jak je podrobně uvedeno v oddílu 4.3 níže, panuje názor, že kapacita dvoustranných repo trhů může být nedostatečná, a složky penzijního systému proto nebudou schopny zajistit v dobách, kdy je situace na trhu napjatá, hotovost potřebou ke splnění výzev ústřední protistrany k dodatkové úhradě variační marže. Je tudíž nutno klást si otázku, zda se budou rozvíjet repo trhy, na nichž je prováděn clearing, které by zajistily dodatečnou kapacitu, již složky penzijního systému potřebují. Schopnost bank, které poskytují likviditu vytvářenou při repo operacích, odstranit ze svých obchodů dvoustranná rizika, a namísto toho jednat s ústřední protistranou, může vést k nižším kapitálovým nákladům, což by v oblasti repo obchodů mohlo stimulovat další činnost. Na rozvoj repo trhů však mohou mít v krátkodobém až střednědobém výhledu vliv také další regulační faktory, včetně regulačních iniciativ v rámci Basel III, jakož i navržená daň EU z finančních transakcí v a zásady pro povinné snižování hodnoty aktiv, které mohou být přijaty podle pracovní skupiny pro půjčky cenných papírů a repo obchody v rámci Rady pro finanční stabilitu. Může se stát, že repo trhy nebudou pro poskytovatele likvidity již tak zajímavé, v důsledku čehož se trhy zmenší.

Navíc není vůbec jisté, zda složky penzijního systému, které mají potíže s plněním výzev k hotovostní dodatkové úhradě variační marže, budou všechny, nebo alespoň jejich většina, schopny tuto službu používat. Je tomu tak proto, že účastníci služby budou mít k ústřední protistraně přístup pouze na základě zvláštní dohody o přístupu členů, podle níž budou složky penzijního systému přispívat do zvláštního fondu pro riziko selhání. Tento fond nebude využíván ke krytí ztrát jiných členů clearingového systému, jako je tomu v případě běžných dohod o členství. Byly by z něj kryty pouze přímé ztráty způsobené případným selháním samotné složky penzijního systému. Nebude tak vystaven ztrátám, které způsobí jiní účastníci clearingového systému, kteří selhali. Jeho součástí však bude závazek k dodatečným zálohovým platbám na zajištění, jež nemusí být pro všechny složky penzijního systému a jejich řídící pracovníky či správce přijatelné.

V této fázi vývoje navíc také nejsou známy náklady složek penzijního systému na využívání možné repo služby. Náklady na provádění repo obchodů, u nichž je prováděn clearing, mohou být vyšší než náklady na provádění dvoustranných repo obchodů. Je tomu tak proto, že složky penzijního systému budou muset přispívat do fondu pro riziko selhání popsaného výše a rovněž budou muset hradit poplatek za clearing obchodu. Složky penzijního systému budou muset nést i prováděcí náklady spojené s vytvořením funkčního napojení na tuto službu, jakož i právními dohodami.

Konečná podoba této možné služby zatím neexistuje. Služba má být zahájena v první polovině roku 2015. Po jejím vstupu na trh bude Komise pokračovat ve spolupráci s dotčenou ústřední protistranou a složkami penzijního systému, aby posoudila způsobilost služby reagovat na potřeby složek.

Komise se bude zajímat také o to, zda jsou ostatní ústřední protistrany schopny vytvářet obdobné služby.

Vzhledem k tomu, že navržená služba ještě nebyla zahájena, zkoumala Komise i další možná technická řešení, aby zjistila, zda by ústřední protistrany mohly přijmout ještě další opatření, která by složkám penzijního systému umožnila zaúčtovat nehotovostní aktiva za účelem splnění výzev k dodatkové úhradě variační marže. Tato možná technická řešení jsou představena v další části dokumentu. Byla posouzena životaschopnost každé možnosti, přičemž byly zohledněny související překážky v právní i obchodní oblasti, v oblasti tvorby politiky i překážky praktické, jakož i související rizika a veškeré vyčíslitelné náklady, které složky penzijního systému ponesou.

Základní studie se také zabývala otázkou, zda mohou mimo rámec infrastruktury ústředních protistran existovat alternativní řešení, jež by složkám penzijního systému nabídla možnost centrálně prováděného clearingu, aniž by to mělo negativní dopad na důchodové příjmy. Popis alternativních řešení je uveden níže, jakož i analýza jejich životaschopnosti.

Jakákoli rizika plynoucí z jednotlivých technických či alternativních řešení musí samozřejmě odpovídat míře snižování systémového rizika, jež centrálně prováděný clearing zajišťuje.

3.2 MOŽNÁ ALTERNATIVNÍ ŘEŠENÍ

i) Transformace kolaterálu ústředními protistranami

V rámci této možnosti by ústřední protistrany složkám penzijního systému nabídly repo službu, při níž by ústřední protistrana byla v repo obchodu hlavní protistranou a složce penzijního systému by jako protiplnění za cenné papíry poskytla hotovost. V tomto ohledu je základní pojetí této možnosti srovnatelné s pojetím repo služby pro složku penzijního systému, kterou rozvíjí dotčená ústřední protistrana, jak je uvedeno výše. V rámci tohoto možného řešení se však nepředpokládá, že by ústřední protistrana mohla takovou nabídku učinit i v případě organizované obchodní platformy pro repo obchody a související clearingové služby.

Příslušná ústřední protistrana by pak musela souběžně provést „*back-to-back*“ repo operaci se třetí stranou, aby zajistila hotovost. Třetí stranou by byla obchodující banka na repo trhu, nebo centrální banka.

Je sporné, zda by uspořádání, v němž by centrální banka byla jediným poskytovatelem likvidity pro repo operace, bylo pro tuto centrální banku přijatelné, a proto východiskem pro další diskusi na toto téma je řešení, podle nějž by ústřední protistrana za „běžných“ podmínek využívala komerčních bank a na centrální banku by se obrátila pouze v případě nepříznivých tržních scénářů.

Ne všechny ústřední protistrany mají k facilitám centrálních bank v současnosti běžný přístup. Některé ústřední protistrany EU mají v současnosti přístup k vnitrodenním úvěrům a za určitých podmínek k jednodenním úvěrům. Pro zavedení standardní facility pro transformaci kolaterálu na základě repo operace by však tento přístup nebyl vhodný. Aby to bylo možné, musely by mít ústřední protistrany alespoň přístup k jednodenním facilitám nebo dokonce úvěrovým operacím s delší splatností, aby se zamezilo každodennímu prodlužování krátkodobých repo operací. Ve vztahu mezi ústředními protistranami a centrálními bankami by však došlo ke změně, jež by centrální banky a jejich zainteresované strany musely důsledně zvážit.

Ústřední protistrany by v rámci tohoto možného řešení na sebe vzaly vyšší míru rizika, pokud jde o objem repo obchodů a následnou expozici vůči riziku protistrany a tržnímu riziku. Zvyšuje se tak systémové riziko, které ústřední protistrany představují.

Mezi další překážky patří nutné investice ústřední protistrany, neboť musí být způsobilá řídit obchodování a korporátní financování (*treasury*), jakož i provozní a právní změny, a to zejména pokud jde o její postupy v případě selhání, kdy může být

nezbytné zlikvidovat repo obchody prováděné s členem clearingového systému, který selhal, současně s dotčenými portfolii OTC derivátů.

ii) Přímé přijetí nehotovostních aktiv následně převáděných příjemci variační marže

V tomto případě by ústřední protistrany složkám penzijního systému umožnily zaúčtovávat a realizovat variační marži ve formě nehotovostních aktiv, které již drží, jako jsou například vládní dluhopisy. Tato aktiva by pak byla převedena protistraně transakce, která je v penězích.

Ústřední protistrana by pro účely clearingu musela nabízet dva obdobné soubory produktů s týmiž základními hospodářskými podmínkami. U jednoho souboru by variační marže byla hrazena a realizována v hotovosti, u druhého by byla zaúčtovávána a realizována ve stanovených uznaných cenných papírech. Snížila by se tak tržní likvidita, pravděpodobně by se zvýšilo rozpětí mezi hodnotou prodávaných a kupovaných zajištění a omezily by se možnosti přenést či likvidovat pozice účastníka, který selhal, u ústřední protistrany. Rovněž by nebylo možné provádět současně u obou kategorií produktů vzájemné započtení zažádání o kolaterál.

Další zásadní překážkou, která brání uvedení této možnosti do praxe, je včasné vypořádání obchodů. Účastníci, kteří by zaúčtovávali nehotovostní variační marži, by museli mít možnost převést cenné papíry na jméno ústřední protistrany tentýž den, kdy je kolaterál vyžádán. V praxi by to však bylo jen stěží proveditelné, neboť vypořádání prováděné tentýž den není v centrálních depozitářích cenných papírů v současné době standardním postupem. Dalším problémem je skutečnost, že výměna cenných papírů může probíhat pouze v převoditelných jednotkách. Vzhledem k tomu, že ústřední protistrana bude výpočet výše variační marže, jež má být uhrazena či realizována, provádět v peněžních hodnotách, musela by zavést tržní zvyklost, jak tyto hodnoty převést na doručitelný objem jakéhokoli zajištění, které má plátce variační marže v úmyslu poskytnout, což by vedlo k rozdílům z důvodu zaokrouhlování hodnot a peněžnímu vyrovnávání mezi ústřední protistranou a členy clearingového systému.

Zajištění nezbytných provozních kapacit v této oblasti by ústředním protistranám, členům clearingového systému, uschovatelům, správcům aktiv a složkám penzijního systému způsobilo další náklady dosahující několika milionů eur.

Pokud jde o legalitu, panují pochyby také v souvislosti s tím, zda by předání cenných papírů příjemci variační marže bylo v souladu s požadavkem některých složek penzijního systému na zachování kontroly nad vlastními aktivy.

iii) Přijetí nehotovostních aktiv s právem ze zajištění následně převáděných příjemci variační marže

I v rámci této možnosti by ústřední strana složkám penzijního systému umožnila podobně jako v bodě ii) zaúčtovávat variační marži ve formě cenných papírů.

Místo aby ústřední protistrana převedla cenné papíry protistranám, které mají přijmout variační marži, zavedla by u zaúčtovaných cenných papírů právo ze zajištění ve prospěch příjemce variační marže.

Aktiva zaúčtovaná za účelem splnění výzvy k dodatkové úhradě variační marže pak nejsou převáděna příjemci této marže, a riziko smlouvy tak ve skutečnosti není vypořádáno. Existuje zde zkrátka právní nárok, jehož hodnota se bude postupem času měnit. V případě selhání by byla hodnota nároku až do jeho likvidace nejistá. Toto dodatečné riziko by vedlo k tomu, že by bylo nutné stanovit cenu smlouvy odlišným způsobem, a proto by taková smlouva byla nákladnější než běžné smlouvy vypořádané v peněžních prostředcích, což by opět vedlo k rozdělení produktů, u nichž je prováděn clearing, na dvě kategorie a produkt přizpůsobený složkám penzijního systému by byl méně likvidní.

Další překážkou pro přijetí tohoto řešení je právní riziko, jež spočívá v tom, že práva ze zajištění nespadají v celé EU vždy do týchž právních rámců. Může tak nastat právní nejistota ohledně dalšího postupu v případě selhání.

iv) Kolaterál čtyř stran s právem ze zajištění variační marže

Toto řešení je obdobou předchozího řešení, ale cenné papíry budou na základě dohody mezi uschovatelem, složkou penzijního systému, protistranou původní transakce a ústřední protistranou uloženy u uschovatele.

Takové opatření by složkám penzijního systému umožnilo zaúčtovávat jako variační marži nehotovostní aktiva, aniž by bylo nutné převádět je na hotovost. Kolaterál by byl naopak poskytován ve formě práva ze zajištění ve prospěch protistrany. Řízení kolaterálu by složka penzijního systému svěřila uschovateli na základě formálního ujednání čtyř dotčených stran – složky penzijního systému, protistrany, ústřední protistrany a uschovatele. Toto řešení vychází ze stávajících služeb třístranného řízení kolaterálu.

S tímto řešením jsou spojeny stejné problémy jako s řešením předchozím, neboť úvěrové riziko protistrany není vypořádáno, což je v rozporu s účelem variační marže a u členů clearingového systému, protistran a regulačních orgánů může vyvolat obavy.

Opět by došlo k rozdělení produktů na dvě kategorie a nastaly by potíže v oblasti likvidity a vzájemného započtení.

v) Transformace kolaterálu členy clearingového systému

První alternativa technického řešení na úrovni ústřední protistrany spočívá v tom, že složky penzijního systému by měly možnost vytvářet hotovost prostřednictvím repo

obchodů se členy téhož clearingového systému, a to mimo infrastrukturu příslušné ústřední protistrany.

Členové clearingového systému ústředních protistran, jež provádějí clearing OTC derivátů, zpravidla patří k bankovním skupinám, které působí i na repo trzích. Znamená to, že členové clearingového systému mají podle všeho dobré předpoklady pro to, aby klientům, složkám penzijního systému, pro tento účel nabízeli repo služby, aniž by museli investovat do nových obchodních operací. Tuto službu by složkám penzijního systému mohly nezávisle na určeném makléři provádějícím clearing poskytovat též banky v postavení třetí strany.

Současný rozsah dvoustranných repo trhů však zřejmě není dostatečný, aby zajistil hotovost, kterou by složky penzijního systémů potřebovaly ke splnění svých závazků týkajících se variační marže. Obchodníci by v žádném případě nezaručili repo linky, jež mohou být v krizové situaci staženy.

Podle zjištění uvedených v základní studii (viz zejména oddíl 5.7.3) by však repo trh nemohl pokrýt agregátní poptávku složek penzijního systému, které mají v úmyslu splnit výzvy k dodatkové úhradě variační marže v plném rozsahu v hotovosti, a to z důvodu výrazného pohybu úrokové sazby (např. 100 bazických bodů), v důsledku čehož by složky penzijního systému v případě, že by se musely spoléhat na dvoustranný repo trh, neměly přístup k financování potřebnému ke splnění výzev k dodatkové úhradě variační marže. Výzvy k dodatkové úhradě variační marže by nebyly splněny, a složky penzijního systému by tak selhaly a na trzích by došlo k lavinovému účinku.

V rámci tohoto řešení by byl makléř složky penzijního systému provádějící clearing vystaven důsledkům jejího selhání, neboť může být smluvně vázán ke splnění výzev k dodatkové úhradě variační marže jménem složky penzijního systému jakožto svého klienta. Vzhledem k tomu, že makléři provádějící clearing jsou zpravidla přední banky, představují tak významné riziko pro finanční systém obecně.

vi) Půjčování cenných papírů

V rámci tohoto modelu by složka penzijního systému půjčovala cenné papíry ze svého portfolia třetím stranám a kolaterál by od dlužníka obdržela ve formě hotovosti, již by mohla využít ke splnění výzev k dodatkové úhradě variační marže.

Celá řada složek penzijního systému již půjčování cenných papírů využívá na základě zavedených provozních a právních ujednání. Způsobilost složky penzijního systému poskytovat takové půjčky se však odvíjí od potřeby jiných účastníků trhu půjčit si v daném okamžiku nabízená aktiva. Složky penzijního systému nemohou nijak ovlivnit, zda protistrany mají skutečný zájem vypůjčit si cenné papíry ani na jak dlouho. Půjčování cenných papírů tudíž nelze považovat za spolehlivý zdroj financování. Stejně jako u předchozího řešení by mohla nastat situace, kdy výzvy

k dodatkové úhradě marže nebudou splněny, což by pak mohlo vést k selhání makléře složky penzijního systému provádějícího clearing.

vii) Zajištěné půjčky od nefinančních subjektů

V základní studii je uvedeno, že celá řada velkých firemních subjektů má v současnosti velké rezervy v hotovosti, jež může mít zájem půjčovat proti zajištění.

Podle této alternativní možnosti by složky penzijního systému zaúčtovávaly v rámci repo obchodu cenné papíry a jako kolaterál zajišťující zpětný odkup by od firemního subjektu obdržely hotovost, podobně jako je tomu v případě možného alternativního řešení uvedeného v písmenu v).

Dosud nebyl zaveden žádný trh pro zajištěné půjčky, které by firemní subjekty poskytovaly složkám penzijního systému. Firemní subjekty tak teoreticky mohou složkám penzijního systému poskytovat hotovost ke splnění výzev ústředních protistran k dodatkové úhradě variační marže, nelze však posoudit kapacitu ani stálost takového trhu. Tato alternativa také vyvolává otázku, zda by bylo nutné takový trh v případě jeho zavedení regulovat a jaké by byly dopady z hlediska nákladů a dostupnosti. Z toho důvodu ji nelze považovat za životaschopné řešení.

4. ZÁVĚRY

4.1 POKROK A ÚSILÍ ÚSTŘEDNÍCH PROTISTRAN

Lze shrnout, že ústřední protistrany patrně nedosáhly dostatečného pokroku ve vývoji technických řešení pro převod nehotovostního kolaterálu jako variační marže; výjimkou jsou navržené repo služby pro složku penzijního systému uvedené v bodě 3. Nezdá se, že by se kterákoli ústřední strana v současnosti zabývala některým z možných alternativních řešení vycházejících z dané infrastruktury, jejichž analýza je uvedena v oddílu 3.2 písmeni i) až iv). Lze učinit závěr, že důvodem jsou překážky uvedené v této zprávě. Ústřední protistrany by však přesto měly hledat možnosti, jak v praxi odstranit zjištěné překážky pro zavedení možných alternativních řešení.

Důvodem, proč nebylo při hledání životaschopných řešení a v jejich vývoji dosaženo pokroku, může být skutečnost, že ústřední protistrany, které nevypracovaly žádné řešení, nemají v současnosti předpoklady pro poskytování takových služeb, neboť na repo trzích neposkytují žádné obchodní ani clearingové služby, z nichž by mohly při hledání jednoduššího způsobu transformace kolaterálu vycházet. Rovněž lze předpokládat, že ústřední protistrany v posledních dvou až třech letech využívaly své zdroje především na to, aby své služby uvedly v soulad s nově zavedenými požadavky nařízení EMIR, jakož i dalšími aspekty reforem evropských a mezinárodních právních předpisů[v]. Značný objem zdrojů věnovaly také na vývoj řešení clearingu pro klienty obecně, neboť povinnosti clearingu podle nařízení EMIR se rozšíří o malé a střední

účastníky trhu (včetně složek penzijního systému), které nemohou clearing provádět přímo jako členové clearingového systému. Nedostatečné úsilí ve vývoji technických řešení lze tudíž odůvodnit i tím, že ústřední protistrany nejsou schopny stanovit si v této oblasti priority.

4.2 POŽADOVANÁ OPATŘENÍ

Komise bude nadále sledovat vývoj repo služby, kterou daná ústřední protistrana navrhla, s cílem posoudit, zda je repo služba stále považována za prioritu a zda bude toto řešení v roce 2015 podle předpokladů bezproblémově zavedeno. Úspěšné zavedení navržené služby bude záviset také na další spolupráci případných účastníků z řad složek penzijního systému.

Komise bude také pokračovat v konzultacích s dalšími ústředními protistranami EU, jež provádějí clearing příslušných obchodů s OTC deriváty (úrokové anebo inflační swapy), aby posoudila, zda i ony mohou přijmout podobná řešení. Jak je uvedeno výše, přijetí podobných řešení může záviset na způsobilosti ostatních ústředních protistran nabízet služby v oblasti obchodování a clearingu na repo trzích a clearingu obchodů s OTC deriváty. Komise nicméně důrazně vyzývá všechny ústřední protistrany EU, aby ve spolupráci s členy svého clearingového systému a složkami penzijního systému dále hledaly možnosti, jak odstranit překážky analyzované v této zprávě s cílem nalézt řešení clearingu, jež by jednotlivě nebo v kombinaci mohla složkám penzijního systému zajistit nezbytnou kapacitu, aby mohly provádět centrální clearing svých obchodů s OTC deriváty, který by měl menší dopad na jejich výnosy. Vhodné řešení těmto složkám umožní nadále působit v oblasti obchodů s OTC deriváty bez zbytečných nákladů a současně nabízet svým protistranám a obecně finančnímu systému výhody centrálně prováděného clearingu.

Komise však uznává, že v případě, že řešení nalezeno nebude, budou složky penzijního systému muset nejpozději od srpna 2018 nahradit cenné papíry hotovostí, aby měly ke splnění případných výzev k dodatkové úhradě variační marže k dispozici dostatečnou rezervu v hotovosti. Rovněž je třeba zvážit, že přestože ani jedno z možných alternativních řešení zřejmě nepředstavuje pro složky penzijního systému zcela uspokojivé řešení, může být nezbytné přistoupit ke kombinaci transformací kolaterálu. Komise by subjekty působící v této oblasti také ráda vybídla, aby zvážily, které možnosti dlouhodobého financování mohou mít složky penzijního systému k dispozici (například kryté dluhopisy nebo cenné papíry zajištěné aktivy), jež by jednotlivě nebo v kombinaci mohly být dostatečným a důvěryhodným zdrojem financování, a to i v krizové situaci. Uznává, že takové možnosti financování mohou být podmíněny způsobilostí složek penzijního systému podržet si právní nárok anebo kontrolu nad cennými papíry, které jsou směňovány za hotovost, a tudíž by bylo zapotřebí zajistit flexibilitu.

4.3 PŘÍPADNÝ NEGATIVNÍ DOPAD DERIVÁTOVÝCH SMLUV, JEJICHŽ CLEARING PROVÁDÍ ÚSTŘEDNÍ PROTISTRANA, NA DŮCHODOVÉ DÁVKY BUDOUCÍCH DŮCHODCŮ

V případě, že by nebyla stanovena výjimka z povinnosti clearingu, složky penzijního systému by místo výnosnějších aktiv, které zpravidla drží, jako například vládní dluhopisy, musely držet rezervy v hotovosti. Držet dále nehotovostní aktiva a spoléhat se případ od případu na otevřené repo trhy není dostatečně jistým řešením. Jak je uvedeno v základní studii, je hlavní zjištěnou překážkou skutečnost, že stávající dvoustranné repo trhy zřejmě nemají dostatečnou likviditu, aby v krizových scénářích mohly reagovat na potřeby složek penzijního systému EU. Tento závěr vychází z analýzy trhů s vládními dluhopisy v EU. V základní studii se uvádí, že souhrnná výzva k dodatkové úhradě variační marže pro změnu o 100 bazických bodů by pro složky penzijního systému EU znamenala 204–255 miliard EUR, přičemž 98–123 miliard EUR (tedy 82–103 miliard liber) by se týkalo složek penzijního systému ve Spojeném království a bylo by vázáno především na aktiva denominovaná v librách, a 106–130 miliard EUR by se týkalo aktiv denominovaných v eurech (a případně i v další měně).

I kdyby byly složky penzijního systému jedinými aktivními účastníky na těchto trzích, byl by úhrnný požadavek na variační marži o takové změně vyšší než zjevná denní kapacita repo trhů, na nichž jsou realizovány obchody s britskými vládními dluhopisy, a pravděpodobně by jej nepokryly ani příslušné sektory repo trhu s evropskými vládními dluhopisy, tj. především s vládními dluhopisy německými. Likviditu vytvářenou při repo operacích lze zajistit i u méně likvidních, ale vysoce kvalitních cenných papírů, i když je pravděpodobnější, že u trhů s těmito nástroji dojde v krizových situacích k poklesu.

V případě, že budou za účelem vyrovnání případných pohybů na trhu drženy rezervy v hotovosti, sníží se celkové výnosy z investic realizovaných ve prospěch důchodců, jež patří do systému, což v konečném důsledku může vést k poklesu celkového objemu prostředků, které složky penzijního systému těmto příjemcům vyplácejí jako důchodové příjmy.

Podle základní studie by náklady na přechod od dvoustranného zajištění k zaúčtování hotovostní variační marže u ústředních protistran mohly následně v časovém horizontu 40 let vést k celkovému procentnímu poklesu důchodových příjmů až o 3,1 % v Nizozemsku a 2,3 % ve Spojeném království. Celkový předpokládaný dopad na důchodové příjmy v celé EU v horizontu 20–40 let by činil 3,66 %. Takový dopad lze jednoznačně odůvodnit poklesem předpokládané návratnosti investic, k němuž by došlo z důvodu povinnosti držet rezervy v hotovosti, a nikoli v nehotovostních cenných papírech.

Takový závažný dopad by pravděpodobně postihl penzisty v celé EU a lze jej považovat za nepřiměřený ve vztahu k přínosům plynoucím z povinnosti clearingu, pokud by ji složky penzijního systému musely v této fázi plnit. Tento závěr zohledňuje skutečnost, že bude nezbytné obchody na základě budoucích požadavků na dvoustrannou marži uvedených v čl. 11 odst. 3 nařízení EMIR v každém případě dvoustranně zajistit, čímž se sníží úvěrové riziko protistrany u obchodů, v nichž jsou složky penzijního systému protistranou, a to jak z hlediska bank, tak i těchto složek.

Je možné, že se složky penzijního systému, u nichž by byl dopad větší, mohou rozhodnout své závazky nezajišťovat, aby příjemcům zachovaly stávající objem důchodových příjmů. Z důvodu nezajištěné nestability trhu by tak u investic hrozilo riziko ztrát, což by stejně tak vedlo k poklesu důchodových příjmů.

Je však třeba uvést, že jelikož u podstatné většiny standardizovaných OTC derivátových smluv bude prováděn centrální clearing, smlouvy, u nichž clearing proveden nebyl, mohou být postupem času méně likvidní. To by v budoucnu samo o sobě snížilo celkový nákladový diferenciál mezi smlouvami, u nichž byl clearing proveden, a smlouvami, u nichž proveden nebyl.

4.4 NÁVRH NA PŘIJETÍ AKTU V PŘENESENÉ PRAVOMOCI

Komise se domnívá, že dosud nebylo vyvinuto nezbytné úsilí o nalezení vhodných technických řešení a že se nemění negativní dopad centrálního clearingu, který je prováděn u derivátových smluv, na důchodové dávky budoucích důchodců.

Komise proto hodlá prostřednictvím aktu v přenesené pravomoci navrhnout prodloužení tříletého období uvedeného v čl. 89 odst. 1 nařízení EMIR o dva roky. Komise bude nadále sledovat situaci v oblasti hledání technických řešení, jež by složkám penzijního systému umožňovala zaúčtovávat nehotovostní aktiva pro účely splnění výzev ústředních protistran k dodatkové úhradě variační marže, aby posoudila, zda by se toto období mělo prodloužit ještě o jeden rok.

[i] Ve smyslu čl. 2 bodu 10 nařízení EMIR.

[ii] Podle čl. 89 odst. 1 a 2 nařízení EMIR se výjimka vztahuje pouze na OTC deriváty, které jsou objektivně měřitelné jako snižující investiční rizika přímo související s finanční solventností složek penzijního systému, a v případě, že složky penzijního systému mají potíže se splněním požadavků na variační marže.

[iii] Základní studie bude zveřejněna na internetové stránce Evropské komise:
http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#maincontentSec2

[iv] Je třeba poznamenat, že připravovaná služba by se neomezovala pouze na složky penzijního pojištění, ale mohla by být nabídnuta i dalším účastníkům trhu s podobnými potřebami.

[v] Některé ústřední protistrany EU mají povolení působit v jurisdikcích třetích zemí a také zde vykonávají svou činnost.