EURÓPSKA
KOMISIA

V Bruseli 9. 6. 2022
COM(2022) 254 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 o infraštruktúre európskych trhov[1] (ďalej len „nariadenie EMIR“) sa stanovuje dočasná výnimka z centrálnej zúčtovacej povinnosti subjektom, ktoré prevádzkujú systémy dôchodkového zabezpečenia, v súvislosti s niektorými typmi mimoburzových derivátov[2]. Platnosť tejto výnimky bola od roku 2012 niekoľkokrát predĺžená[3]. V súčasnosti platí do 18. júna 2022. Komisia môže prijať delegovaný akt, ktorým sa platnosť výnimky naposledy predĺži do júna 2023.

Požiadavka, aby systémy dôchodkového zabezpečenia zúčtovávali zmluvy o mimoburzových derivátoch u centrálnej protistrany, by mohla viesť k prevodu významnej časti ich aktív na hotovosť alebo iné vysoko likvidné aktíva, ako sú bankové vklady, podielové listy fondov peňažného trhu, zmluvy o repo transakciách alebo úverové linky, aby mohli centrálnym protistranám poskytnúť „maržu“[4]. Zúčtovacia povinnosť a súvisiaca požiadavka poskytnúť maržu[5] vyplýva predovšetkým z potreby zabezpečiť dostatok hotovosti na variačnú maržu[6], ktorá musí byť krytá pravidelne a na požiadanie. Existuje teda riziko, že predčasná požiadavka, aby systémy dôchodkového zabezpečenia zúčtovávali zmluvy o mimoburzových derivátoch, môže viesť k predaju významnej časti ich aktív za hotovosť na vytvorenie kapitálového vankúša s cieľom splniť maržové požiadavky centrálnych protistrán. Tým by sa znížili zdroje pridelené na investovanie, ktoré generuje príjem na pokrytie budúcich

[1] Nariadenie (EÚ) č. 648/2012 o mimoburzových derivátoch, centrálnych protistranách a archívoch obchodných údajov.

[2] Podľa článku 2 ods. 10 nariadenia EMIR systémy dôchodkového zabezpečenia zahŕňajú inštitúcie zamestnaneckého dôchodkového zabezpečenia vymedzené v článku 6 písm. a) smernice 2003/41/ES, obchodné jednotky inštitúcií poskytujúce zamestnanecké dôchodkové zabezpečenie podľa článku 3 uvedenej smernice, zamestnanecké dôchodkové zabezpečenie poisťovní, na ktoré sa vzťahuje smernica 2002/83/ES (za určitých okolností), ako aj akékoľvek iné povolené subjekty podliehajúce dohľadu alebo mechanizmy pôsobiace na vnútroštátnom základe, ktorých primárnym účelom je poskytovať dôchodkové dávky. Podľa článku 89 ods. 1 nariadenia EMIR sa výnimka týka mimoburzových derivátov, ktoré sú objektívne merateľné ako zmierňujúce investičné riziká priamo súvisiace s finančnou solventnosťou systémov dôchodkového zabezpečenia.

[3] Platnosť výnimky bola naposledy predĺžená v máji 2021 delegovaným nariadením Komisie (EÚ) 2021/962, ktorým sa predlžuje prechodné obdobie podľa článku 89 ods. 1 prvého pododseku nariadenia (EÚ) č. 648/2012.

[4] Marža je kolaterál, ktorý musí investor zložiť. V nariadení EMIR sa rozlišuje medzi počiatočnou a variačnou maržou. Počiatočná marža je určená na krytie aktuálnych a potenciálnych budúcich fluktuácií hodnoty.

[5] Subjekty, ktoré prevádzkujú systém dôchodkového zabezpečenia, ktorého hlavným cieľom je zabezpečiť dávky počas dôchodku, zvyčajne vo forme doživotných platieb, ale aj vo forme platieb počas určitého obdobia alebo výplaty jednorazovej sumy, obvykle minimalizujú svoje investície do hotovosti s cieľom maximalizovať efektívnosť a výnos pre svojich poistníkov. Pozri nariadenie (EÚ) č. 648/2012 o mimoburzových derivátoch, centrálnych protistranách a archívoch obchodných údajov, odôvodnenie 26.

[6] Variačná marža je kolaterál vyberaný pravidelne jednou stranou s cieľom premietnuť zmeny trhovej hodnoty nesplatených zmlúv. Keďže požiadavky na doplnenie variačnej marže sa obvykle platia v krátkej lehote (napr. na ďalší deň alebo dokonca v priebehu toho istého dňa) a najčastejšie používaným nástrojom na ich splatenie je hotovosť, hlavnú úlohu hrá hotovostná pozícia.

dôchodkov. Konečným cieľom nariadenia aj napriek tomu zostáva centrálne zúčtovanie pre systémy dôchodkového zabezpečenia hneď, ako to bude možné.

V článku 85 ods. 2 nariadenia EMIR sa od Komisie vyžaduje, aby každý rok 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 opatrení na uľahčenie ich využívania. Toto je tretia správa Komisie a uvádza sa v nej doterajší pokrok.

2. PRIJATÉ PODKLADY

Od 17. júna 2019, keď nadobudlo účinnosť nariadenie EMIR REFIT[7], prebieha na rôznych fórach monitorovanie pokroku v úsilí o centrálne zúčtovanie systémami dôchodkového zabezpečenia. Podklady predložil Európsky orgán pre cenné papiere a trhy (ESMA), Európsky orgán pre bankovníctvo (EBA), Európsky orgán pre poisťovníctvo a dôchodkové poistenie zamestnancov (EIOPA) a Európsky výbor pre systémové riziká (ESRB), ako aj účastníci trhu prostredníctvom expertnej skupiny pre systémy dôchodkového zabezpečenia[8]. Podľa požiadavky stanovenej v nariadení EMIR predložila ESMA Komisii v spolupráci s EBA, EIOPA a ESRB výročné správy, v ktorých sa táto otázka posudzuje. Prvú správu[9] Komisia prijala v apríli 2020. Druhá správa[10] bola predložená Komisii v decembri 2020[11]. Najnovšia[12] správa orgánu ESMA bola zaslaná Komisii v januári 2022.

Po zohľadnení prijatých podkladov Komisia uverejnila dve správy[13,14], v ktorých zatiaľ posúdila podmienky likvidity a preskúmala rôzne zúčtovacie mechanizmy pre penzijné fondy. V týchto správach sa uvádzajú argumenty týkajúce sa následného predĺženia platnosti výnimky.[15]

V správe z januára 2022 orgán ESMA dospel k záveru, že opis, analýza a zistenia, ktoré sú podrobne uvedené v rozsiahlej druhej správe, sú stále platné. Považoval za nepravdepodobné, a to aj navzdory úsiliu zainteresovaných strán a regulačných orgánov, že existuje jediné riešenie na problémy systémov dôchodkového zabezpečenia. Mala by sa skôr presadzovať

[7] Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2019/834, ktorým sa mení nariadenie (EÚ) č. 648/2012, pokiaľ ide o zúčtovaciu povinnosť, pozastavenie uplatňovania zúčtovacej povinnosti, požiadavky na ohlasovanie, postupy zmierňovania rizika pri zmluvách o mimoburzových derivátoch nezúčtovaných centrálnou protistranou, registráciu archívov obchodných údajov a dohľad nad nimi a požiadavky na archívy obchodných údajov (ďalej len „nariadenie EMIR REFIT“).

[8] Podľa požiadavky v článku 85 ods. 2 nariadenia EMIR Európska komisia zriadila expertnú skupinu zloženú zo zástupcov centrálnych protistrán, zúčtovacích členov, systémov dôchodkového zabezpečenia a iných relevantných strán, aby mohla monitorovať ich úsilie a posúdiť, aký pokrok sa urobil pri nachádzaní uskutočniteľných technických riešení.

[9] Riešenia centrálneho zúčtovania pre systémy dôchodkového zabezpečenia, Európsky orgán pre cenné papiere a trhy, 2. apríl 2020, ESMA70-151-2823.

[10] Správa o riešeniach centrálneho zúčtovania pre systémy dôchodkového zabezpečenia (č. 2), Európsky orgán pre cenné papiere a trhy, 17. december 2020, ESMA70-151-3248.

[11] Tamže, pozri podrobné informácie v kapitole 4 „Verejná konzultácia“. Zistenia uvedené v druhej správe boli podložené rozsiahlou verejnou konzultáciou. V rámci tejto konzultácie sa získavali názory zainteresovaných strán, aktualizované údaje o portfóliách európskych systémov dôchodkového zabezpečenia a o kvantitatívnom vplyve presunu ich portfólií mimoburzových derivátov do systému centrálneho zúčtovania.

[12] Zúčtovacia povinnosť pre systémy dôchodkového zabezpečenia, Európsky orgán pre cenné papiere a trhy, 25. január 2022, ESMA70-451-110.

[13] COM(2020) 574 final.

[14] COM(2021) 224 final.

[15] Pôvodná výnimka bola stanovená v nariadení EMIR do 16. augusta 2018. V nariadení EMIR Refit bola jej platnosť predĺžená do júna 2021 s možnosťou ďalšieho predĺženia o jeden alebo dva roky.

kombinácia riešení, ktoré uľahčujú prístup k likvidite alebo zmierňujú tlak na vykonávanie zúčtovania. Najnovšia správa sa preto zameriavala na posúdenie úrovne prevádzkovej pripravenosti systémov dôchodkového zabezpečenia na zúčtovanie ich mimoburzových úrokových derivátov. Orgán ESMA dospel k záveru, že systémy dôchodkového zabezpečenia sú z prevádzkového hľadiska zväčša pripravené, a uviedol kombináciu riešení, ktoré majú k dispozícii. Domnieval sa preto, že existuje čoraz menej dôvodov na odlišné zaobchádzanie so systémami dôchodkového zabezpečenia v porovnaní s ostatnými účastníkmi trhu. Orgán ESMA navyše poukázal na to, že predlžovanie platnosti výnimky zo zúčtovania by sa malo vnímať v širšom kontexte budovania zúčtovacej kapacity v EÚ a zvyšovania atraktívnosti centrálnych protistrán v EÚ, k čomu môže prispieť aj ukončenie tejto výnimky.

Napriek tomu by však podľa orgánu ESMA niekoľko prevádzkových hľadísk odôvodňovalo oddialenie zúčtovacej povinnosti pre systémy dôchodkového zabezpečenia. Orgán ESMA predovšetkým zdôraznil, že systémy dôchodkového zabezpečenia a relevantní účastníci trhu potrebujú čas na dokončenie svojich mechanizmov zúčtovania a spravovania kolaterálu. Takisto dodal, že Komisia musí svoje rozhodnutie oznámiť v dostatočnom predstihu, ktorý umožní všetkým dotknutým stranám prispôsobiť svoje realizačné plány. Vzhľadom na uvedené skutočnosti orgán ESMA odporučil ďalšie predĺženie platnosti výnimky zo zúčtovania do 19. júna 2023.

Od najnovšej správy Komisie v máji 2021 sa expertná skupina pre systémy dôchodkového zabezpečenia stretla trikrát. Účastníci potvrdili, že systémy dôchodkového zabezpečenia sú v prevažnej miere pripravené na zúčtovanie, majú zavedené zúčtovacie mechanizmy a dobrovoľne vykonávajú zúčtovanie niektorých obchodov. Systémy dôchodkového zabezpečenia súčasne zdôraznili, že pretrváva základný problém s prístupom k hotovosti. Pri riešení tohto problému expertná skupina pre systémy dôchodkového zabezpečenia diskutovala najmä o zúčtovaných repo transakciách ako o možnom riešení likvidity. Systémy dôchodkového zabezpečenia však upozornili, že hoci je to krok správnym smerom, prílišné spoliehanie sa na trh so zúčtovanými repo transakciami by spôsobilo, že v prípadoch extrémnych trhových podmienok by boli vystavené reziduálnemu riziku likvidity.

3. POLITICKÝ KONTEXT

Spojené kráľovstvo je kľúčovým strediskom pre centrálne zúčtovanie derivátov a aj naďalej zostáva dôležitým miestom zúčtovania pre účastníkov trhov EÚ, ktorí si v priebehu rokov vybudovali významné objemy pozícií u centrálnych protistrán v Spojenom kráľovstve. Mnohé systémy dôchodkového zabezpečenia v EÚ majú v súčasnosti zúčtovacie mechanizmy v EÚ aj v Spojenom kráľovstve, z analýz však vyplýva, že vo zvýšenej miere realizujú zúčtovanie v Spojenom kráľovstve. Komisia v snahe vyhnúť sa rizikám pre finančnú stabilitu EÚ v septembri 2020 prijala rozhodnutie o dočasnej rovnocennosti, ktoré sa vzťahuje na regulačný a dozorný rámec Spojeného kráľovstva pre centrálne protistrany. Rozhodnutie pôvodne platilo do júna 2022[16], neskôr bola jeho platnosť predĺžená do 30. júna 2025[17]. Medzitým boli účastníci trhu v EÚ vyzvaní, aby obmedzili svoje expozície voči centrálnym protistranám v Spojenom kráľovstve, pretože rozsah týchto expozícií môže orgánom EÚ spôsobovať ťažkosti pri riadení finančnej stability v záťažových obdobiach.

[16] Vykonávacie rozhodnutie Komisie (EÚ) 2020/1308, ktorým sa na obmedzený čas určuje, že regulačný rámec uplatniteľný na centrálne protistrany v Spojenom kráľovstve Veľkej Británie a Severného Írska je rovnocenný podľa nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 648/2012.

[17] Vykonávacie rozhodnutie Komisie (EÚ) 2022/174, ktorým sa na obmedzený čas určuje, že regulačný rámec uplatniteľný na centrálne protistrany v Spojenom kráľovstve Veľkej Británie a Severného Írska je rovnocenný podľa nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 648/2012.

V januári 2021 Komisia zriadila pracovnú skupinu zloženú z európskych orgánov dohľadu, výboru ESRB, ECB a jednotného mechanizmu dohľadu s cieľom posúdiť príležitosti a výzvy súvisiace s presunom zúčtovania derivátov z centrálnych protistrán v Spojenom kráľovstve do EÚ. Skupina oslovila aj rôzne zainteresované strany s cieľom získať názory a podklady. Diskusie v skupine potvrdili riziká, ktoré pre EÚ vyplývajú z expozícií voči centrálnym protistranám v Spojenom kráľovstve. Tieto riziká boli zdôraznené aj v hodnotení systematicky významných centrálnych protistrán z tretích krajín, ktoré vypracoval orgán ESMA v rámci nariadenia EMIR 2.2[18] v decembri minulého roka[19].

Preto Komisia s cieľom podporiť efektívne a konkurencieschopné zúčtovacie služby predloží v druhej polovici roka 2022 opatrenia, ktoré majú pre účastníkov trhu zvýšiť atraktívnosť centrálnych protistrán v EÚ tým, že sa EÚ stane atraktívnejším a nákladovo efektívnejším zúčtovacím strediskom a posilní sa rámec dohľadu EÚ nad centrálnymi protistranami, aby bolo možné lepšie riadiť príslušné riziká.

Ukončenie výnimky pre systémy dôchodkového zabezpečenia by v tomto kontexte mohlo pomôcť vytvoriť v EÚ združenú likviditu, čo by mohlo do EÚ pritiahnuť ďalšie zúčtovacie obchody.

4. VÝVOJ OD VYDANIA PÔVODNÝCH SPRÁV KOMISIE

Cieľom dočasnej výnimky zo zúčtovacej povinnosti bolo poskytnúť systémom dôchodkového zabezpečenia a ostatným relevantným účastníkom trhu dostatok času na diferencovanie zdrojov likvidity na pokrytie potrieb variačných marží a na vytvorenie prevádzkovej kapacity na spracovanie zúčtovania veľkých derivátových portfólií.

4.1. Likvidita

Dočasná výnimka zo zúčtovania pre systémy dôchodkového zabezpečenia má zmierniť vplyv, ktorý by zúčtovacia povinnosť mala na alokáciu ich hotovosti. Najčastejším dôvodom využívania mimoburzových derivátov systémami dôchodkového zabezpečenia je nedostatočné množstvo vydávaných vysokokvalitných dlhodobých dlhopisov, čo obmedzuje ich schopnosť primerane riadiť úrokové riziká[20]. Vznikajú tak obavy o prístup k hotovosti počas období napätej situácie na trhu[21], keď sa zvyšujú požiadavky na doplnenie marže a systémy dôchodkového zabezpečenia súťažia o likviditu s ostatnými trhovými subjektmi.

---

[18] Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2019/2099 z 23. októbra 2019, ktorým sa mení nariadenie (EÚ) č. 648/2012, pokiaľ ide o postupy a príslušné orgány na povoľovanie centrálnych protistrán a požiadavky na uznávanie centrálnych protistrán z tretích krajín (Ú. v. EÚ L 322, 12.12.2019).

[19] Hodnotiaca správa orgánu ESMA podľa článku 25 ods. 2c nariadenia EMIR dostupná na adrese: https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-results-its-assessment-systemically-important-uk-central. Orgán ESMA zistil, že služba Swapclear, ktorú poskytuje spoločnosť LCH Ltd pre úrokové deriváty v eurách a poľských zlotých, a segmenty swapu na kreditné zlyhanie a krátkodobých úrokových derivátov, ktoré poskytuje spoločnosť ICE Clear Europe Ltd pre produkty v eurách, sú systematicky veľmi významné pre EÚ alebo jeden či viac členských štátov.

[20] Správa Európskej komisii o riešeniach centrálneho zúčtovania pre systémy dôchodkového zabezpečenia (č. 2), Európsky orgán pre cenné papiere a trhy, 17. december 2020, ESMA70-151-3248.

[21] Opodstatnenosť tejto obavy dokazujú výrazné výkyvy variačnej marže v marci 2020. Od 11. do 23. marca 2020 museli európske poisťovacie korporácie a penzijné fondy (ďalej len „PKPF“) zaplatiť svojim protistranám dodatočné variačné marže vo výške 50 miliárd EUR. Viac ako 90 % z toho poskytli holandské PKPF, ktorých portfóliá sú výnimočne objemovo a časovo rozsiahle. Zdroj: Prepojenosť trhov s derivátmi a fondov peňažného trhu prostredníctvom poisťovacích korporácií a penzijných fondov, Európska centrálna banka, Správa o finančnej stabilite, november 2020.

Od zavedenia povinnosti centrálneho zúčtovania určitých tried mimoburzových derivátov podľa nariadenia EMIR sa podmienky likvidity pre systémy dôchodkového zabezpečenia vyvíjajú priaznivo. Dobrý vývoj pokračoval dokonca aj počas nedávnych období volatility. S výnimkou mesiacov marec – apríl 2020, keď boli požiadavky na doplnenie variačnej marže výrazne vyššie ako priemerné toky pozorované za bežných okolností[22], systémy dôchodkového zabezpečenia nepociťovali problémy s likviditou v súvislosti s požiadavkami na doplnenie marže. V marci 2020 boli platby variačnej marže vysoké v pomere k vysoko likvidným aktívam penzijných fondov, čo v prípade niektorých z nich vyvolalo napätú situáciu v oblasti likvidity[23]. Napriek tomu penzijné fondy vo všeobecnosti dokázali tieto platby uhradiť[24].

V obdobiach napätej situácie na trhu sa trh s repo transakciami môže stať významným zdrojom likvidity pre účastníkov na strane nákupu vrátane systémov dôchodkového zabezpečenia. V posledných rokoch účastníci trhu aktívne zapájali systémy dôchodkového zabezpečenia a ďalšie subjekty do ekosystému zúčtovania repo transakcií. Nemecká centrálna protistrana Eurex vytvorila model „priameho prístupu“ na uľahčenie prístupu k zúčtovaniu. Zahŕňa repo transakcie aj úrokové swapy. Druhé zúčtovacie stredisko v EÚ[25] nedávno sprístupnilo ponuku modelu sponzorovaného zúčtovania repo transakcií[26], čím pridalo ďalšiu kapacitu na transformáciu kolaterálu. Očakáva sa, že tieto modely sa budú v priebehu rokov 2022 a 2023 naďalej rozvíjať, čo bude viesť k ich rozšíreniu medzi sponzormi zúčtovania a účastníkmi na strane nákupu.

Systémy dôchodkového zabezpečenia napriek tomu naďalej hlásia obavy o svoju situáciu v súvislosti s likviditou. Hoci sa doteraz dalo na likviditu spoľahnúť, je možné, že sa jej ponuka zúži, a to najmä na trhu so všeobecným kolaterálom[27], keď sa menová politika v strednodobom horizonte vráti do normálu[28]. Podľa systémov dôchodkového zabezpečenia to pre nich môže znamenať nutnosť predať držané aktíva, ako napríklad akcie, podnikové dlhopisy a štátne dlhopisy. V takom prípade by ich predávali na klesajúcom trhu, pričom tieto predaje aktív by mohli ešte viac znásobiť tlak na pokles ich cien.

---

[22] *Review of margining practices – Consultative report* (Preskúmanie postupov uplatňovania marží – konzultačná správa), Banka pre medzinárodné zúčtovanie, október 2021.

[23] Prepojenosť trhov s derivátmi a fondov peňažného trhu prostredníctvom poisťovacích korporácií a penzijných fondov, Európska centrálna banka, november 2020.

[24] Napríklad celková variačná marža poskytnutá holandskými PKPF v marci 2020 dosiahla približne 77 % vysoko likvidných aktív v ich držbe, hoci tento údaj pravdepodobne skrýva určitú mieru rôznorodosti. Zdroj: Prepojenosť trhov s derivátmi a fondov peňažného trhu prostredníctvom poisťovacích korporácií a penzijných fondov, Európska centrálna banka, Správa o finančnej stabilite, november 2020.

[25] *LCH RepoClear SA clears first euro repo by Sponsored Member* (Spoločnosť LCH RepoClear SA zúčtovala prvú repo transakciu v eurách od sponzorovaného účastníka), tlačová správa spoločnosti LCH, 10. december 2021.

[26] Tieto modely umožňujú firmám na strane nákupu prístup k zúčtovaniu s podporou banky („agent pre vyrovnanie“ alebo „sponzor“), čo im obvykle pomôže pri platbách marží a poskytne príspevky na transakcie do fondu pre prípad zlyhania.

[27] Všeobecný kolaterál je súbor emitovaných cenných papierov, ktoré sa obchodujú na trhu s repo transakciami za rovnakú alebo veľmi podobnú repo sadzbu. Tieto cenné papiere teda možno navzájom nahradiť bez veľkej zmeny repo obchodu. Likvidita na trhu s repo transakciami všeobecného kolaterálu je pre systémy dôchodkového zabezpečenia kľúčová.

[28] „Menová politika v neistom svete“, prejav Ch. Lagardeovej, prezidentky Európskej centrálnej banky, Frankfurt nad Mohanom, 17. marec 2022.

Vzhľadom na uvedené by sa mohli objaviť alternatívne zdroje peňažných tokov. Napríklad predĺženie prevádzkových hodín systémov TARGET2[29] a T2S[30] neskôr v tomto roku by mohlo pomôcť pri zabezpečovaní realizácie transakcií financovania z repo operácií v eurách pri prijatí požiadavky na doplnenie marže. Hoci sa zdá, že tieto nové modely prístupu k financovaniu lepšie vyhovujú potrebám veľkých systémov dôchodkového zabezpečenia, bankám umožňujú uvoľniť kapacitu v súvahe, čo môže prospieť aj menším systémom dôchodkového zabezpečenia. Systémy dôchodkového zabezpečenia však vyzývajú na zavedenie prepojenia centrálnych bánk s platformou zúčtovaných repo transakcií s cieľom umožniť centrálnym bankám intervenovať na trhu s repo transakciami a vystupovať ako poskytovateľ hotovosti pre penzijné fondy (a iných účastníkov trhu) s použitím zúčtovaných repo transakcií.

Treba však poznamenať, že ani orgán ESMA vo svojich troch výročných správach, ani expertná skupina pre systémy dôchodkového zabezpečenia nenaznačili, že sa podmienky likvidity v určitom bode, dokonca ani na jar 2020, zhoršili do takej miery, že natrvalo ohrozujú schopnosť systémov dôchodkového zabezpečenia vyhovieť požiadavkám na doplnenie marže. Podobne služby zúčtovania štátnych dlhopisov a repo transakcií zostali odolné a stabilné na rozdiel od likvidity na dvojstrannom trhu s repo transakciami. Dokonca ani pred intervenciou centrálnej banky žiadne fondy peňažného trhu[31] nepozastavili odkupy a trh s repo transakciami ďalej fungoval, čo znamená, že systémy dôchodkového zabezpečenia mali stále prístup k likvidite. V napätých obdobiach však systémy dôchodkového zabezpečenia môžu nepriamo profitovať z operácií centrálnych bánk zameraných na podporu zraniteľných segmentov trhu, podobne ako v marci a apríli 2020, keď ECB poskytla bankám úverové nástroje na nákup aktív z fondov peňažného trhu alebo rozšírenie kolaterálu na nezabezpečené bankové dlhopisy[32].

4.2. Prevádzková pripravenosť na zúčtovanie

Systémy dôchodkového zabezpečenia sú zväčša pripravené na zúčtovanie, čo znamená, že majú zavedené zúčtovacie mechanizmy a dobrovoľne vykonávajú zúčtovanie niektorých obchodov. Tieto zistenia sa potvrdili v najnovšej správe orgánu ESMA, v ktorej sa uvádza vysoká úroveň pripravenosti systémov dôchodkového zabezpečenia na zúčtovanie[33].

Z analýzy orgánu ESMA vyplýva, že približne tretina zúčtovaných obchodov systémov dôchodkového zabezpečenia sa začala zúčtovávať v minulom roku. Medzi jednotlivými systémami dôchodkového zabezpečenia však existujú určité rozdiely (niektoré zúčtovávajú veľkú väčšinu svojich obchodov, niektoré veľmi málo alebo žiadne) a zúčtovanie vykazuje určitú koncentráciu (približne 70 % zúčtovanej nominálnej hodnoty patrí iba piatim systémom dôchodkového zabezpečenia). Pokiaľ ide o percentuálny podiel, z analýzy vyplýva, že sa zúčtováva približne 25 % nominálnej hodnoty obchodovanej systémami dôchodkového

[29] TARGET2 je systém hrubého zúčtovania v reálnom čase, ktorý vlastní a prevádzkuje Eurosystém. Vyrovnáva platby súvisiace s operáciami menovej politiky Eurosystému, ako aj medzibankové a obchodné transakcie.

[30] TARGET2-Securities (T2S) je spoločná platforma, ktorá umožňuje prevod cenných papierov a hotovosti medzi investormi po celej Európe pomocou harmonizovaných pravidiel a postupov. V súčasnosti využíva platformu T2S 20 európskych krajín.

[31] Fondy peňažného trhu investujú do likvidných krátkodobých nástrojov (so splatnosťou zvyčajne do jedného roka). Tieto fondy ponúkajú investorom nízke riziko a možnosť v prípade potreby čerpať likviditu (odpredať investície).

[32] Regulácia fondov peňažného trhu v EÚ – legislatívne preskúmanie, Európsky orgán pre cenné papiere a trhy, 26. marec 2021, ESMA34-49-309.

[33] Tieto zistenia boli prezentované a prediskutované počas zasadnutia skupiny odborníkov Európskej komisie 14. decembra 2021, pričom zapojení účastníci potvrdili, že vidia rovnaký trend vývoja.

zabezpečenia (40 % počtu obchodov). Ale zatiaľ čo tri najväčšie systémy dôchodkového zabezpečenia typicky zúčtujú priemerne 25 % svojich obchodov, najviac však 25 % až 30 %, malé a stredné systémy dôchodkového zabezpečenia zúčtujú od 0 do 100 % svojich obchodov.

Pomerné rozloženie zúčtovacích aktivít medzi spoločnosťami Eurex a LCH Ltd v prípade zúčtovaných swapov systémov dôchodkového zabezpečenia v zmysle celkového zúčtovaného objemu je však rovnaké ako pre zvyšok trhu, t. j. spoločnosť LCH Ltd má naďalej dominantný trhový podiel. Situácia je však odlišná z hľadiska zúčtovacích mechanizmov. Pokiaľ ide o systémy dôchodkového zabezpečenia s prahovou hodnotou počiatočnej marže vyššou ako 8 miliárd EUR, z analýzy vyplýva, že podobný percentuálny podiel systémov dôchodkového zabezpečenia má aspoň jeden zúčtovaný obchod u spoločnosti Eurex (76 %) a u spoločnosti LCH Ltd (80 %). To znamená, že veľká väčšina väčších systémov dôchodkového zabezpečenia, teda tých, ktoré by požiadavka na zúčtovanie najpravdepodobnejšie ovplyvnila, majú zavedené zúčtovacie mechanizmy aspoň u jednej centrálnej protistrany. Podľa výpočtov orgánu ESMA by zúčtovacia povinnosť podľa nariadenia EMIR zasiahla 31 systémov dôchodkového zabezpečenia v EÚ, pretože by prekročili zúčtovacie prahové hodnoty[34]. Veľká väčšina z nich (80 %) zúčtovala aspoň jeden obchod, nie však nevyhnutne celé svoje portfólio derivátov, a má teda zavedené nejaké zúčtovacie mechanizmy. Vypracovanie stratégie Komisie týkajúcej sa zúčtovania, ktorá bude predstavená neskôr v roku 2022, sa zameriava na zvýšenie atraktívnosti zúčtovania v EÚ.

Nakoniec je dôležité zdôrazniť, že systémy dôchodkového zabezpečenia napriek ich rastúcej prevádzkovej pripravenosti vyjadrili obavy z toho, či bude k dispozícii dostatočná kapacita na zúčtovanie všetkých derivátov v ich vlastníctve, pre ktoré bude platiť zúčtovacia povinnosť. Uviedli, že zvýšenie miery zúčtovania zo súčasných úrovní môže predstavovať výzvu v zmysle limitov zúčtovacej kapacity, ktoré vyplývajú z obmedzeného počtu zúčtovacích členov alebo ich potenciálnych obmedzení pre zúčtovanie.

5. ZÁVER

Platnosť súčasnej výnimky z centrálneho zúčtovania sa skončí 18. júna 2022. Nariadenie EMIR REFIT umožňuje Komisii predĺžiť platnosť tejto dočasnej výnimky naposledy do 18. júna 2023, ak dospeje k záveru, že účastníci trhu potrebujú viac času na ďalší rozvoj a prispôsobenie vhodných technických riešení a že nepriaznivý vplyv centrálne zúčtovávaných zmlúv o derivátoch na dôchodkové dávky dôchodcov zostáva nezmenený.

Z analýzy Komisie vyplýva, že podmienky likvidity pre systémy dôchodkového zabezpečenia sa naďalej zlepšujú a objavili sa rôzne modely na prístup k centrálnemu zúčtovaniu alebo transformáciu kolaterálu. Hoci sa nedarí nájsť jediné riešenie na poskytovanie marže systémami dôchodkového zabezpečenia centrálnym protistranám, existuje škála nástrojov, ktoré by mali umožniť penzijným fondom efektívne zúčtovávať za rôznych trhových podmienok vrátane stresových.

Aby mohli penzijné fondy v EHP naplno využívať dostupné riešenia, budú musieť posilniť svoje prevádzkové kapacity na zúčtovanie a riadenie likvidity a kolaterálu. Z analýzy, ktorú predložil orgán ESMA, vyplýva, že rastie množstvo zúčtovaných obchodov systémov dôchodkového zabezpečenia, ale úroveň pripravenosti je v rámci odvetvia rozličná. Z toho

[34] V nariadení EMIR Refit sú vymedzené malé finančné protistrany ako subjekty, ktorých objem činnosti na trhoch s mimoburzovými derivátmi je príliš nízky na to, aby predstavoval významné systémové riziko. Tieto protistrany sú oslobodené od zúčtovacej povinnosti, ale stále podliehajú požiadavke na výmenu kolaterálu v záujme zmiernenia akéhokoľvek systémového rizika. Pozri nariadenie EMIR Refit, odôvodnenie 7 a článok 4a.

dôvodu by systémy dôchodkového zabezpečenia a ich zúčtovací členovia spomedzi centrálnych protistrán potrebovali viac času na dokončenie mechanizmov nevyhnutných na zúčtovanie všetkých zmlúv, ktorých sa zúčtovanie týka. Ďalší čas je potrebný aj na riešenie pripravenosti systémov dôchodkového zabezpečenia v oblasti likvidity, pretože nie všetky zrejme majú primerané riadenie likvidity. Najmä vnútroštátne príslušné orgány v členských štátoch s rozsiahlejšími trhmi systémov dôchodkového zabezpečenia uviedli, že na zlepšenie tejto situácie boli vytvorené iniciatívy dohľadu[35]. Napokon stratégia Komisie týkajúca sa zúčtovania povedie k zvýšeniu aktivity v zúčtovacích strediskách so sídlom v EÚ, čím poskytne systémom dôchodkového zabezpečenia väčší prístup ku konkurencieschopným a efektívnym zúčtovacím službám.

Na záver možno konštatovať, že od roku 2019 sa dosiahol výrazný pokrok smerom k centrálnemu zúčtovaniu pre systémy dôchodkového zabezpečenia vrátane toho, že niektoré systémy dôchodkového zabezpečenia začali s centrálnym zúčtovaním dobrovoľne. Sú však potrebné ďalšie prevádzkové opatrenia. Najmä centrálne protistrany v EÚ by mali využiť poskytnutý čas na ďalší rozvoj svojich modelov ľahšieho prístupu a transformácie kolaterálu a na zvýšenie atraktívnosti pre systémy dôchodkového zabezpečenia, najmä tie menšie, ktoré v súčasnosti preukazujú nižšiu ochotu zapojiť sa do zúčtovania. Zároveň by si penzijné fondy mali zabezpečiť dostatočné organizačné kompetencie a kapacity na zvládnutie zúčtovania svojich derivátových portfólií. Z uvedených dôvodov Komisia predĺži platnosť výnimky zo zúčtovania pre systémy dôchodkového zabezpečenia o posledný jeden rok. Od 19. júna 2023 budú systémy dôchodkového zabezpečenia podľa nariadenia EMIR povinné vykonávať zúčtovanie.

[35] Zúčtovacia povinnosť pre systémy dôchodkového zabezpečenia, Európsky orgán pre cenné papiere a trhy, 25. január 2022, ESMA70-451-110, bod 26.