



V Bruseli 23. 9. 2020  
COM(2020) 574 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

Nariadením o infraštruktúre európskych trhov (EMIR)<sup>1</sup>, ktorým sa v roku 2012 v EÚ zaviedli reformy skupiny G20 týkajúce sa zmlúv o mimoburzových (OTC) derivátoch, sa udelila dočasná výnimka z centrálnej zúčtovacej povinnosti subjektom, ktoré prevádzkujú systémy dôchodkového zabezpečenia, v súvislosti s niektorými typmi mimoburzových derivátov<sup>2</sup>.

Podľa tohto nariadenia 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 predpokladu, že všetky aktíva a pasíva spojené s takouto obchodnou jednotkou sú oddelené od ostatných činností poisťovne), ako aj na akýkoľvek iný oprávnený subjekt podliehajúci dohľadu alebo systém pôsobiaci na vnútroštátnom základe, ktorého primárnym účelom je poskytovať dôchodkové dávky.

Dočasná výnimka bola udelená s cieľom zohľadniť špecifika obchodného modelu týchto subjektov a vplyv, ktorý by mohlo mať povinné zúčtovanie na dôchodky: ako sa uvádza v odôvodnení 26 nariadenia EMIR, subjekty, ktoré prevádzkujú systém dôchodkového zabezpečenia, „obvykle minimalizujú svoje investície do hotovosti s cieľom maximalizovať efektívnosť a výnos pre svojich poisťníkov. Z tohto dôvodu by požiadavka, aby tieto subjekty zúčtovali zmluvy o mimoburzových derivátoch na centrálnej úrovni, viedla k tomu, že by prišli o významnú časť svojich aktív v prospech hotovosti, aby splnili trvalé požiadavky na marže centrálnych protistrán.“ Zúčtovanie mimoburzových derivátov na centrálnej úrovni si vyžaduje primeraný objem dostupnej hotovosti, aby sa splnili požiadavky na marže centrálnych protistrán. Ako uznáva aj rámec nariadenia EMIR, držba veľkého objemu hotovosti s cieľom pokryť potenciálne variačné marže by mohla negatívne ovplyvniť dôchodkový príjem dôchodcov.

<sup>1</sup> Nariadenie (EÚ) č. 648/2012.

<sup>2</sup> Výnimka sa týka zmlúv o mimoburzových derivátoch, ktoré sú objektívne merateľné ako zmierňujúce investičné riziká priamo súvisiace s finančnou solventnosťou systémov dôchodkového zabezpečenia, a vzťahuje sa na subjekty zriadené na účel poskytovania kompenzácií členom systémov dôchodkového zabezpečenia v prípade zlyhania a na systémy dôchodkového zabezpečenia, ktoré budú mať ťažkosti so splnením požiadaviek súvisiacich s variačnou maržou (článok 89 nariadenia EMIR).

Nezávislá štúdiá, ktorú pre Komisiu vypracovali spoločnosti Europe Economics a Bourse Consult v roku 2014, odhadla potenciálnu variačnú maržu, ktorú by dôchodkové fondy v EÚ museli zaplatiť v prípade 1 % zmeny v sadzbách. Hoci do štúdie bolo zahrnuté ešte aj Spojené kráľovstvo, vo výsledkoch pri nezapočítaní Spojeného kráľovstva sa ukázalo, že takáto suma by sa pohybovala v rozmedzí 106 až 133 miliárd EUR a pri stresovejších scenároch by sa ďalej zvyšovala.

Ďalšie štúdie neskôr realizovali Eurosystem<sup>3</sup> a Dánska centrálna banka<sup>4</sup>. V týchto štúdiách sa uvádza, že potenciálna variačná marža holandských a dánskych dôchodkových fondov – ktoré predstavujú približne 52 % finančných aktív dôchodkových fondov v EÚ (pri nezapočítaní Spojeného kráľovstva)<sup>5</sup> – by bola pri rovnakom stresovom scenári (1 % zmena v sadzbách) nižšia ako 53 miliárd EUR, respektíve 106 miliárd DKK (alebo približne 14 miliárd EUR), teda trochu nižšia ako príslušné hodnoty<sup>6</sup> v zmienenej nezávislej štúdií. Na základe dostupnej hotovosti by súhrnný hotovostný deficit mohol predstavovať až 17 miliárd EUR pre všetky dôchodkové fondy eurozóny<sup>7</sup>.

Podobné pohyby sadzieb, nákladov a rizík by sa netýkali len systémov dôchodkového zabezpečenia, ale ovplyvnili by aj ostatné finančné firmy, ktoré zúčtovávajú na centrálnej úrovni (napr. investičné fondy, poisťovne), a riziká zlyhania pre nedostatok prípustného kolaterálu môžu vzniknúť takisto v prípade dvojstranného obchodovania s derivátmi, nielen vo sfére centrálného zúčtovania. Ako však ESMA uznáva vo svojej prvej správe na túto tému, systémy dôchodkového zabezpečenia majú obmedzenejšie možnosti zmierniť tieto riziká flexibilitou v investičných stratégiách, zabezpečením dostupnosti investícií zodpovedajúcich ich záväzkom a prístupom ku zdrojom likvidity tak, ako je uvedené v nasledujúcich oddieloch.

Zámerom dočasnej výnimky bolo poskytnúť čas potrebný na nájdenie vhodného technického riešenia, ktoré by systémom dôchodkového zabezpečenia umožnilo zúčtovať na centrálnej úrovni prostredníctvom centrálnych protistrán a zároveň zabránilo podstatne nepriaznivému účinku na príjem dôchodcov. V rámci nariadenia EMIR obchodovanie systémov dôchodkového zabezpečenia s mimoburzovými derivátmi už podlieha – pod príslušnými prahovými hodnotami – požiadavkám na zmiernenie operačného rizika a požiadavkám na marže pre obchody

---

<sup>3</sup> Európska centrálna banka, Financial Stability Review, máj 2020. Odhady pre holandské dôchodkové fondy sa pohybujú v rozmedzí od 36 do 47 miliárd EUR; keďže holandské dôchodkové fondy držia približne 89 % úrokových swapov dôchodkových fondov eurozóny, výzva týkajúca sa marže na všetky dôchodkové fondy eurozóny sa odhaduje v rozmedzí 40 – 53 miliárd EUR.

<sup>4</sup> Danmarks Nationalbank, *Pension companies will have large liquidity needs if interest rates rise* (Dôchodkové spoločnosti budú čeliť veľkým potrebám likvidity, ak sa zvýšia úrokové sadzby), november 2019.

<sup>5</sup> Podľa účtov eurozóny ku koncu roka 2019.

<sup>6</sup> Príslušné hodnoty dosiahli výšku približne 60 miliárd EUR v prípade holandských a 27 miliárd EUR v prípade dánskych dôchodkových fondov.

<sup>7</sup> Odhady pre deficit hotovosti holandských dôchodkových fondov sa pohybujú v rozmedzí 6 až 15 miliárd EUR. Keďže holandské dôchodkové fondy držia približne 89 % úrokových swapov dôchodkových fondov eurozóny, hotovostný deficit všetkých dôchodkových fondov eurozóny by mohol dosiahnuť až 17 miliárd EUR.

s mimoburzovými derivátmi, ktoré neprešli zúčtováním, ustanoveným v článku 11, ktoré sa začali uplatňovať v roku 2017 podľa postupného začleňovania<sup>8</sup>: cieľom týchto požiadaviek je riešiť riziká spojené s derivátmi, ktoré sa nezúčtovávajú centrálné, a zároveň motivovať k centrálnemu zúčtovávaniu. Na systémy dôchodkového zabezpečenia sa takisto vzťahuje ohlasovacia povinnosť stanovená v nariadení EMIR.

Napriek tomu, že diskusie so systémami dôchodkového zabezpečenia a s inými zainteresovanými stranami potvrdzujú, že systémy dôchodkového zabezpečenia majú záujem zúčtovať obchody v centrálnych protistranách a v niektorých prípadoch to skutočne robia, povinné zúčtovávanie naďalej predstavuje výzvu. Výnimka z centrálného zúčtovania bola preto v priebehu rokov predlžovaná, keďže sa neobjavilo žiadne uskutočniteľné technické riešenie. V nariadení EMIR Refit, ktoré nadobudlo účinnosť v júni 2019, sa výnimka predlžuje do júna 2021 s možnosťou ďalšieho predĺženia prostredníctvom delegovaných aktov Komisie, a to dvakrát a vždy maximálne o jeden rok. Konečným cieľom nariadenia však naďalej zostáva centrálné zúčtovanie pre systémy dôchodkového zabezpečenia hneď, ako to bude možné, vzhľadom na to, že súčasný regulačný a trhový vývoj by mal umožňovať účastníkom trhu vyvinúť vhodné technické riešenia (odôvodnenie 30 nariadenia EMIR). Od centrálnych protistrán, zúčtovacích členov a systémov dôchodkového zabezpečenia sa vyžaduje, aby vyvinuli maximálne úsilie a prispeli k vytvoreniu takýchto riešení.

Podľa článku 85 nariadenia EMIR Refit sa od Komisie vyžaduje, aby každý rok až do konečného predĺženia výnimky vypracovala správu, v ktorej posúdi, „či sa vyvinuli uskutočniteľné technické riešenia pre systémy dôchodkového zabezpečenia na prevod peňažného a nepeňažného kolaterálu ako variačných marží, ako aj potrebu akýchkoľvek opatrení na uľahčenie týchto uskutočniteľných technických riešení“.

V nariadení sa takisto stanovuje, že ESMA v spolupráci s EBA, EIOPA a ESRB predloží Komisii výročné správy, v ktorých sa táto otázka posúdi. Prvá správa orgánu ESMA bola prijatá Komisiou v apríli 2020. Spolu so správou spustil orgán ESMA verejnú konzultáciu s cieľom zhromaždiť ďalšie podnety od zainteresovaných strán a do decembra 2020 predložiť Komisii druhú, komplexnejšiu správu. Komplexná správa orgánu ESMA preto ešte nie je k dispozícii a nemohla byť zahrnutá do tejto správy Európskej komisie.

V nariadení EMIR Refit sa Komisii takisto prikazuje, aby zriadila skupinu odborníkov vrátane zástupcov príslušných zainteresovaných strán, aby mohla monitorovať ich úsilie a posúdiť, aký pokrok sa urobil pri nachádzaní uskutočniteľných technických riešení. Skupina odborníkov, ktorá pokračuje v práci svojej predchodkyne (skupiny Komisie na vysokej úrovni pre oblasť dôchodkových fondov), zahŕňa zástupcov centrálnych protistrán, zúčtovacích členov, systémov dôchodkového zabezpečenia, centrálnych bánk a iných relevantných zainteresovaných strán; stretla sa dvakrát, v októbri 2019 a v apríli 2020 (cez konferenčný hovor), a bude sa naďalej stretávať

---

<sup>8</sup> Delegované nariadenie Komisie (EÚ) 2016/2251.

každých šesť mesiacov. Komisia naďalej stavia na práci skupiny pri vypracovávaní svojich správ pre spoluzákonodarcov.

## 2. ÚČEL SPRÁVY

Touto správou si Komisia plní povinnosť, ktorá jej vyplýva z článku 85 nariadenia EMIR.

Táto správa náležite zohľadňuje prvú správu orgánu ESMA, ako aj diskusie, ktoré sa uskutočnili v rámci skupiny odborníkov. Ako bolo uvedené, výsledky verejnej konzultácie, ktorú spustil orgán ESMA, sa použijú v druhej správe Komisie, ktorá bude vydaná na budúci rok.

Táto správa poskytuje analýzu hlavných problémov, ktoré zainteresované strany identifikovali v oblasti centrálneho zúčtovania systémov dôchodkového zabezpečenia, ako aj analýzu doposiaľ preskúmaných riešení. Ako bolo uvedené, výnimka z centrálneho zúčtovania pre systémy dôchodkového zabezpečenia platí do júna 2021: so zreteľom na túto lehotu má správa za cieľ informovať Európsky parlament a Radu o aktuálnom pokroku v tejto oblasti, a to aj pokiaľ ide o identifikovanie aspektov, ktoré treba ďalej skúmať s cieľom uprednostniť uskutočniteľné a udržateľné riešenie centrálneho zúčtovania.

## 3. HLAVNÉ IDENTIFIKOVANÉ PROBLÉMY

### 3.1. Základné informácie o obchodnom modeli systémov dôchodkového zabezpečenia a využívaní derivátov

Európske systémy dôchodkového zabezpečenia, predovšetkým v niektorých členských štátoch, ako sú Holandsko a Dánsko, sa aktívne podieľajú na trhu s mimoburzovými derivátmi. Tieto deriváty využívajú na hedžing svojich záväzkov proti niektorým rizikám vrátane volatility úrokových sadzieb a volatility inflácie a aby sa v konečnom dôsledku chránili pred rizikami súvisiacimi s finančnou solventnosťou. Záväzky dôchodkových fondov voči súčasným a budúcim dôchodcom majú dlhé lehoty splatnosti, ktoré musia zodpovedať dlhodobým aktívam; takýmito aktívami sú zvyčajne štátne a podnikové dlhopisy. Úplný hedžing záväzkov dlhopismi sa však pre systémy dôchodkového zabezpečenia v EÚ nezdá uskutočniteľný, keďže dlhopisy s vhodnými vlastnosťami sú dostupné v obmedzenej miere; okrem toho deriváty môžu lepšie zodpovedať záväzkom systémov dôchodkového zabezpečenia, pretože swapy sa často využívajú na diskontovanie týchto záväzkov na účely oceňovania. Podľa správy orgánu ESMA je situácia systémov dôchodkového zabezpečenia v EÚ v tejto súvislosti odlišná od situácie dôchodkových fondov v Spojených štátoch, ktoré sa na účely hedžingu viac spoliehajú na dlhodobé aktíva, napríklad podnikové a štátne dlhopisy: dôchodkové fondy v Spojených štátoch majú zvyčajne kratšiu dobu splatnosti záväzkov v porovnaní so systémami dôchodkového zabezpečenia v EÚ, ich záväzky sa obvykle diskontujú

použitím výnosov z podnikových dlhopisov s ratingom AA a americký trh s podnikovými dlhopismi je rozsiahlejší. Ako orgán ESMA uznáva, systémy dôchodkového zabezpečenia ako také majú štrukturálnu potrebu stať sa súčasťou obchodu s mimoburzovými derivátmi.

Portfólio derivátov systémov dôchodkového zabezpečenia je zvyčajne veľké, dlhodobé a s jednosmerným vývojom a kumulovanou pozíciou odvetvia, čo podľa orgánu ESMA predstavuje potenciálne systémové riziko.

Pokiaľ ide o typy derivátov, systémy dôchodkového zabezpečenia vo veľkej miere využívajú dlhodobé úrokové swapy: podľa údajov týkajúcich sa nariadenia EMIR z roku 2015 od spoločnosti DTCC (Depository Trust & Clearing Corporation), približne 20 % úrokových swapov najmenej s jednou protistranou ako poisťovateľom alebo dôchodkovým fondom v EÚ malo splatnosť 30 rokov, pričom celosvetový priemer je menej ako 10 %<sup>9</sup>. Úrokové swapy sú trieda derivátov, ktoré podliehajú zúčtovacej povinnosti podľa nariadenia EMIR. Systémy dôchodkového zabezpečenia obchodujú so svojimi derivátmi dvojstranne alebo zúčtovávajú na centrálnej úrovni v centrálnych protistranách všeobecne ako klienti zúčtovacích členov.

Treba poznamenať, že dôchodkové systémy a trhy sú v rámci EÚ dosť rozmanité: v niektorých členských štátoch sú druhé piliere dôchodkového systému rozvinutejšie než v ostatných a rozšírenejšie sú dôchodkové fondy so stanovenými požitkami, v iných prevláda model so stanovenými príspevkami. Najväčšie systémy dôchodkového zabezpečenia v EÚ sú podľa údajov z konca roka 2018 v Holandsku, s priemerným podielom aktív na HDP 173,3 %, a v Dánsku, s podielom 198,6 %. V Írsku sú zavedené podobné systémy. V týchto krajinách majú súkromné dôchodkové systémy dôležitú úlohu pri zabezpečovaní dôchodkového príjmu pre dôchodcov.

### **3.2. Problém s centrálnym zúčtovaním systémov dôchodkového zabezpečenia**

Najväčší problém, ktorý sa zistil v súvislosti s centrálnym zúčtovaním systémov dôchodkového zabezpečenia, sa týka skutočnosti, že na zúčtovanie v centrálnych protistranách je nutné zložiť variačnú maržu v hotovosti; diskusie, ktoré prebehli v rámci skupiny zainteresovaných strán Komisie ukázali, že toto je pre systémy dôchodkového zabezpečenia problematické v prípade stresových trhových podmienok.

V modeli centrálného zúčtovania si centrálna protistrana žiadajú variačnú maržu od svojich účastníkov, aby kompenzovali zmeny v trhovej hodnote pozícií derivátov, ktoré spravujú. Takto centrálna protistrana vždy pokryje pohyby na trhu a účastníci trhu časom nenahradia veľké straty v súvislosti so svojím centrálnym zúčtovaným portfóliom. Straty a zisky vypočítavajú centrálna protistrana a denne sa vymieňajú oceňovaním trhovou hodnotou. Hotovosť sa môže najlepšie využiť na variačnú maržu, pretože minimalizuje akékoľvek riziko straty hodnoty a jej prevod je konečný. Presun variačnej marže vo forme hotovosti je prevádzkovo menej zložitý a je zlučiteľný

---

<sup>9</sup> Európsky výbor pre systémové riziká, *Occasional Paper Series 11* (občasník č. 11), 2016.

s prístupom k riadeniu rizika likvidity zo strany centrálnych protistrán stanoveným v nariadení EMIR<sup>10</sup>.

To znamená, že účastníci zúčtovania musia byť schopní sa vyrovnat' s takýmito požiadavkami prostredníctvom primeraného objemu hotovosti: ak tomu tak nie je a zúčtovací člen nemôže poskytnúť požadovanú variačnú maržu včas, je vyhlásené zlyhanie zo strany centrálnych protistrán, ktorá spustí svoje postupy v prípade zlyhania s cieľom zosúladiť účtovné záznamy. Okrem toho sa musí variačná marža zložiť centrálnych protistrán v krátkom časovom rámci, čo spôsobuje ďalšie prevádzkové problémy<sup>11</sup>.

Hotovosť má vysoké príležitostné náklady, keďže nie je taká zisková ako iné aktíva a nie je postačujúca na vyrovanie splatnosti záväzkov systémov dôchodkového zabezpečenia, a preto ich vystavuje nesúlade medzi aktívami a pasívami. Držanie veľkého objemu hotovosti namiesto iných výnosnejších aktív by prispelo k zníženiu výnosov pre dôchodcov a ovplyvnilo by alokáciu aktív systémov dôchodkového zabezpečenia. Dôchodkové fondy v skutočnosti nezvyknú držať veľké množstvo hotovosti, ako je uvedené aj vo výročnej celosvetovej štatistike o dôchodkoch, ktorú uverejnila organizácia OECD.

Hotovostná variačná marža môže byť problematická v spojení so zvyšujúcou sa úrovňou úrokových sadzieb, najmä v čase stresových trhových podmienok, keď by sa požiadavky na variačnú maržu zo strany centrálnych protistrán mohli pre systémy dôchodkového zabezpečenia významne zvýšiť.

Veľké výzvy týkajúce sa variačnej marže sa môžu vyskytovať aj v kontexte obchodov, ktoré neboli zúčtované centrálnych, na akých sa systémy dôchodkového zabezpečenia v súčasnosti podieľajú. V tomto kontexte však systémy dôchodkového zabezpečenia môžu poskytnúť variačnú maržu aj v iných formách ako len v hotovosti, napríklad využitím vysokokvalitných štátnych dlhopisov (aktívum, ktorého majú dôchodkové fondy zvyčajne dostatok) – napriek tomu, že rozsah, v akom sa od systémov dôchodkového zabezpečenia vyžaduje zložiť variačnú maržu v hotovosti aj v ich dvojstranných obchodoch, sa mohol nedávno zvýšiť.

Treba poznamenať, že základ regulačného rámca nariadenia EMIR podporuje centrálnych zúčtovanie aj tým, že dvojstranné obchody sa stávajú menej výhodné v súlade so súvisiacimi rizikami: očakáva sa, že toto a ostatný vývoj v oblasti regulácie spoločne s trhovými silami povedú k väčšiemu objemu centrálnych zúčtovaných derivátov, potenciálne s lepším oceňovaním v segmente zúčtovaných aktív ako v segmente bez centrálnych zúčtovania. Samozrejme, ako bolo uvedené, niektoré dôchodkové fondy už začali s centrálnych zúčtovaním dobrovoľne a na základe výberu.

---

<sup>10</sup> Hotovostná variačná marža takisto umožňuje centrálnych protistránam zaistiť si schopnosť správne oceňovať svoje transakcie a je trhovou konvenciou pre zúčtované swapy prijímanou všetkými účastníkmi trhu so zúčtovanými swapmi.

<sup>11</sup> Pre vnútrodenné marže niektoré centrálnych protistrány umožňujú účastníkom využiť cenné papiere namiesto hotovosti; ale marže na konci dňa musia byť pokryté hotovosťou.

Treba poznamenať, že vo všeobecnosti je pri systémoch dôchodkového zabezpečenia viac pravdepodobné, že zúčtovávajú nepriamo ako klienti zúčtovacích členov, než že by sa stali priamymi zúčtovacími členmi centrálnej protistrany, ako sa uvádza v nasledujúcich oddieloch.

Na základe spomenutých skutočností by potenciálne riešenie problému centrálneho zúčtovania malo mať tieto vlastnosti: malo by nájsť rovnováhu medzi cieľom dosiahnuť finančnú stabilitu a potrebou toho, aby bolo uskutočniteľné pre systémy dôchodkového zabezpečenia z hľadiska nákladov tak, aby nadmerne neovplyvnilo dôchodkové dávky, a malo by byť dostatočne stabilné aj v stresových trhových podmienkach.

### **3.3. Doposiaľ preskúmané potenciálne riešenia**

Diskusia o centrálnom zúčtovaní systémov dôchodkového zabezpečenia viedla počas rokov k preskúmaniu niekoľkých možných ciest. Náčrt niektorých potenciálnych riešení bol súčasťou správy, ktorú Komisia v súlade s nariadením EMIR predložila na túto tému v roku 2015, v ktorej prišla k záveru, že sa nenašlo žiadne uskutočniteľné technické riešenie.

Doposiaľ skúmané možnosti sa zameriavali na to, ako by mohli systémy dôchodkového zabezpečenia zložiť variačné marže centrálnym protistranám bezpečne a nákladovo efektívne. Ako sa uvádza v správe Komisie z roku 2015, v prvej fáze sa hodnotilo, či by centrálny protistrany mohli prijímať variačné marže v iných formách ako v hotovosti, napríklad vo forme vysokokvalitných štátnych dlhopisov: všeobecne sa ale uznalo, že takúto možnosť by bolo náročné realizovať, pretože by si vyžadovala, aby centrálny protistrany spravovali portfólio dlhopisov, ktoré majú byť premenené na hotovosť so súvisiacim rizikom, čo by mohlo viesť k narušeniu ich úlohy prostredníka udržiavajúceho vyrovnané účty.

Skúma sa teda ďalší rad možností, podľa ktorých by systémy dôchodkového zabezpečenia mohli vymieňať svoje dlhopisy za hotovosť tak, aby vyhovelí výzvam týkajúcim sa marží centrálnych protistrán (transformácia kolaterálu). Potenciálne riešenia, ktoré skúmali a vyvíjali počas posledných rokov zainteresované strany v odvetví, sa zameriavali na to, ako umožniť efektívnu transformáciu kolaterálu zo strany systémov dôchodkového zabezpečenia.

#### Transformácia kolaterálu zo strany zúčtovacích členov

Zúčtovací členovia, ako napríklad banky, môžu zvyčajne svojim klientom vrátane dôchodkových fondov poskytovať služby transformácie kolaterálu<sup>12</sup> prostredníctvom repo transakcií. Väčšina systémov dôchodkového zabezpečenia, ktoré sa zapájajú do centrálneho zúčtovania, sa už teraz zapája v pozícii klienta zúčtovacích členov a je možné, že v tom budú pokračovať, aj keď bude zúčtovanie povinné. Repo transakcia je taká transakcia, pri ktorej jedna strana predáva aktívum druhej strane a zaväzuje sa, že

<sup>12</sup> Takúto službu by mohli systémom dôchodkového zabezpečenia poskytnúť aj iné banky, nielen ich zúčtovací člen.



aktívum spätne odkúpi v budúcom termíne za dohodnutú cenu. Aktívum je zvyčajne dlhopis a slúži ako kolaterál na poistenie veriteľa hotovosti proti kreditnému riziku protistrany. Repo transakcie sa teda môžu využívať ako prostriedok na transformáciu dlhopisov na hotovosť a na zloženie variačných marží s dodatočnou výhodou, že poskytovateľ dlhopisov si zachová vlastníctvo samotných dlhopisov a v dlhodobom horizonte naďalej dostáva výnosy.

Veľké bankové skupiny sa zvyčajne podieľajú na trhu s repo transakciami. Existujú však určité faktory, ktoré odrádzajú zúčtovacích členov od účasti na takýchto transakciách. Ako upozornili mnohí účastníci trhu, po vytvorení ukazovateľa finančnej páky podľa rámca Bazilej III je účasť na repo transakciách menej výhodná, pretože tieto transakcie majú nízke marže a zväčšujú súvahy bánk, a teda prispievajú k zvyšovaniu menovateľa tohto ukazovateľa. Banky ako také potrebujú väčší objem kapitálu Tier 1, aby mohli túto požiadavku dodržať. Podobné úvahy sa objavili v analýze trhov s repo transakciami<sup>13</sup> Výboru pre globálny finančný systém z roku 2017, v ktorej sa poukázalo na možný kompromis medzi regulačnými reformami zameranými na veľkosť súvah bánk (s cieľom obmedziť nadmerné využívanie finančnej páky) a následkami na dostupnosť repo transakcií<sup>14</sup> aj pre koncových používateľov. V tomto ohľade objem trhov s repo transakciami v EÚ napriek tomu v posledných rokoch rástol<sup>15</sup> a podľa analýzy ECB neželané následky regulačných reforiem na poskytovanie služieb repo transakcií bankami v eurozóne neboli významné<sup>16</sup>.

Okrem toho ukazovateľ finančnej páky bol pôvodne vytvorený takým spôsobom, ktorý pre banky znevýhodňoval poskytovanie služieb zúčtovania klienta, pretože marže zložené klientmi nemohli byť použité na kompenzáciu hodnoty expozície (ktorá by sa premietla do menovateľa ukazovateľa). V roku 2019 Bazilejský výbor pre bankový dohľad<sup>17</sup> navrhol zaviesť zmeny vo výpočte ukazovateľa finančnej páky tak, aby zúčtovanie klienta nebolo nadmieru penalizované. Tieto zmeny boli zohľadnené v revidovanom nariadení o kapitálových požiadavkách (CRR2), ktoré nadobudlo účinnosť v júni minulého roku.

Bola zavedená aj zmena ukazovateľa finančnej páky týkajúca sa prístupu k reverzným repo transakciám. Tieto zmeny môžu prispieť k stimulovaniu bánk, aby sa zapájali do

---

<sup>13</sup> CGFS, *Repo market functioning* (Fungovanie trhu s repo transakciami), 2017.

<sup>14</sup> „Zmenšenie sprostredkovateľskej kapacity môže znížiť mieru, v akej trhy s repo transakciami dokážu reagovať na dopyt v budúcich stresových obdobiach. Obmedzené fungovanie trhu s repo transakciami môže spôsobiť napätie na spotovom a derivátovom trhu a oslabiť schopnosť finančných inštitúcií speňažiť aktíva. Rozsah výsledných nákladov na finančnú stabilitu a reálnu ekonomiku v stresových obdobiach by mohol byť vcelku značný, hoci sa také problémy v poslednom období v podstatnej miere neobjavili. Prispôbenie trhu s repo transakciami by mohlo zmierniť náklady pre niektorých koncových používateľov, ale mohlo by takisto priniesť nové riziká.“

<sup>15</sup> ICMA, *European Repo Market Survey* (Prieskum európskeho trhu s repo transakciami), december 2019.

<sup>16</sup> ECB, *Financial Stability Review*, 2017.

<sup>17</sup> Bazilejský výbor pre bankový dohľad, *Leverage ratio treatment of client cleared derivatives* (Prístup k ukazovateľom finančnej páky derivátov zúčtovaných klientom), 2019.

zúčtovania klientov a prípadne aj do sprostredkovania repo transakcií, a teda podporili likviditu trhu s repo transakciami. Dosah týchto zmien sa ešte bude posudzovať.

Navyše sa objavili obavy, pokiaľ ide o schopnosť trhu s repo transakciami pokryť dopyt po hotovosti zo strany všetkých systémov dôchodkového zabezpečenia spolu, najmä v stresových obdobiach, ako sa podrobnejšie uvádza ďalej.

#### Transformácia kolaterálu prostredníctvom trhov so zúčtovanými repo transakciami

V posledných rokoch niektoré centrálné protistrany vytvorili nové modely na podporu centrálného zúčtovania systémov dôchodkového zabezpečenia, ktoré sú založené na uľahčovaní prístupu systémov dôchodkového zabezpečenia k centrálnym protistranám a na trhy so zúčtovanými repo transakciami; to by mohlo zahŕňať aj prístup k trhu so zúčtovanými mimoburzovými derivátmi. Tieto modely boli vytvorené v Európskej únii najmenej jednou centrálnou protistranou a pokiaľ je Komisii známe, podobné modely si pravdepodobne osvoja aj iné centrálné protistrany<sup>18</sup>. Na základe tohto rámca majú systémy dôchodkového zabezpečenia priamy zmluvný vzťah s centrálnymi protistranami a „pomáha“ im (alebo inak „sponzoruje“) zúčtovací člen (zvyčajne banka), ktorý vystupuje ako agent pre vyrovnanie a uľahčuje centrálnu zúčtovanie pre systém dôchodkového zabezpečenia, napríklad prispievaním do fondu centrálny protistrany pre prípad zlyhania a účasťou na riadení zlyhania a na iných službách (riadenie kolaterálu atď.).

Tieto modely samy osebe neodstraňujú potrebu zložiť variačnú maržu v hotovosti pre zúčtované mimoburzové deriváty, ale poskytujú systémom dôchodkového zabezpečenia dodatočný prístup k trhom s repo transakciami. Cieľom takýchto modelov „uľahčeného členstva“ by bolo aj zmiernenie niektorých obmedzení zúčtovania klientov, ako napríklad koncentrácia zúčtovania klientov v EÚ len na niekoľko zúčtovacích členov alebo problém prevoditeľnosti pozícií klienta v prípade zlyhania zúčtovacieho člena. Z pohľadu bánk by tieto modely mali byť menej náročné v zmysle kapitálových požiadaviek ako tradičné aktivity zúčtovania klientov.

Pokiaľ je Komisii známe, tento model sa vytváral časom s mierne sa zvyšujúcim záujmom trhu, ale iba niekoľko systémov dôchodkového zabezpečenia – zvyčajne tie najväčšie – začalo túto službu využívať. Zrejým dôvodom môže byť skutočnosť, že priamy vzťah s centrálnou protistranou si môže vyžadovať dodatočnú prípravu z prevádzkového a právneho hľadiska a investíciu zo strany účastníkov trhu, a to zo strany systémov dôchodkového zabezpečenia, ako aj zo strany zúčtovacích členov. Okrem toho dôchodkové fondy, ktoré sú členmi skupiny zainteresovaných strán Komisie, informovali, že takéto modely sú vo všeobecnosti k dispozícii len pre veľké systémy dôchodkového zabezpečenia, iba malý počet bánk ich v súčasnosti podporuje a stále so sebou prinášajú závislosť systémov dôchodkového zabezpečenia od ochoty zúčtovacích členov poskytnúť im súvisiace služby.

---

<sup>18</sup> Mimo EÚ, na základe informácií, ktoré má k dispozícii Komisia, spoločnosti LCH Ltd (Spojené kráľovstvo), Canadian Derivatives Clearing Corporation (Kanada) a DTCC FICC (Spojené štáty) vytvorili ponuky zúčtovania repo transakcií na strane kupujúceho.

Podľa spoločného dokumentu Medzinárodnej asociácie pre swapy a deriváty (ISDA) a organizácie Pensions Europe z roku 2018<sup>19</sup> sa modelmi priameho členstva alebo „uľahčeného“ členstva trh zaoberá aj z toho dôvodu, že môžu byť pre banky zaujímavejšie než tradičné vzťahy zúčtovania klientov. Plné priame členstvo je zrejme náročnejšie z niekoľkých dôvodov (vrátane potreby splniť požiadavky centrálnej protistrany na účasť a príspevkov do fondu pre prípad zlyhania, ako aj mať prevádzkovú spôsobilosť); modely uľahčeného prístupu by ho mohli zjednodušiť. Podľa dôchodkových fondov, ktoré sú členmi skupiny zainteresovaných strán Komisie, boli by potrebné ďalšie zlepšenia.

#### Diskusia o trhu s repo transakciami

Systémy dôchodkového zabezpečenia vo všeobecnosti vnímajú trh s repo transakciami ako užitočný nástroj pre svoje potreby likvidity a v diskusiách skupiny odborníkov zriadenej Európskou komisiou sa o ňom všeobecne hovorí ako o potenciálnej súčasti celkového riešenia problému variačnej marže.

Napriek tomu v odvetví pretrvávajú obavy, čo sa týka schopnosti trhov s repo transakciami pokryť celkový dopyt po hotovosti spôsobený tým, že všetky systémy dôchodkového zabezpečenia musia zúčtovať v stresových trhových podmienkach, keď sa na trhy s repo transakciami tlačí, aby uspokojili veľký dopyt po likvidite, a to nielen zo strany systémov dôchodkového zabezpečenia. Okrem toho banky nemusia byť počas stresového obdobia vždy ochotné poskytovať repo transakcie pre systémy dôchodkového zabezpečenia alebo aspoň nie v rovnakej miere. Ako upozorňuje ESMA, niektoré z týchto a ďalších aspektov sa týkajú aj celkových obchodných vzťahov medzi bankami a ich klientmi – systémami dôchodkového zabezpečenia. Ak systémy dôchodkového zabezpečenia nemajú možnosť využiť trh s repo transakciami v stresových podmienkach, je možné, že nebudú schopné pokryť marže centrálnych protistrán a dokonca sa môžu stať zdrojom rozsiahlejších problémov s finančnou stabilitou. Vzhľadom na to by mohlo pomôcť vytvorenie diverzifikovaného spektra dohôd o likvidite medzi bankami a systémami dôchodkového zabezpečenia.

Trhy so zúčtovanými repo transakciami by mali mať tú výhodu, že budú viac likvidné než dvojstranné trhy, keďže banky sú v zásade viac ochotné obchodovať so zúčtovanými repo transakciami ako s dvojstrannými repo transakciami – v neposlednom rade preto, lebo môžu započítať svoje pozície s centrálnymi protistranami. Podľa CGFS (2017) v eurozóne „podiel obchodovania na trhu s repo transakciami prostredníctvom centrálnych protistrán za posledné roky narástol, tvorí 50 – 60 % objemu trhu s repo transakciami v eurozóne, a to pre svoju atraktivnosť pre správu súvahy“. Úsilie vynaložené niektorými centrálnymi protistranami, aby sa koncovým používateľom umožnila priama účasť na ich platformách so zúčtovanými repo transakciami, sa musí vnímať aj z tohto pohľadu. Systémy dôchodkového zabezpečenia informovali, že trh so zúčtovanými repo transakciami môže ponúknuť

---

<sup>19</sup> Spoločný dokument organizácie Pensions Europe a Medzinárodnej asociácie pre swapy a deriváty *Potential demand for clearing by EU Pension Funds* (Potenciálny dopyt po zúčtovaní zo strany dôchodkových fondov v EÚ), 2018.

dodatočnú kapacitu na repo obchody v porovnaní s dvojstrannými repo transakciami, ale týkajú sa ich uvedené obmedzenia.

Prehľad o fungovaní európskych trhov s repo transakciami poskytlo Medzinárodné združenie kapitálových trhov (ICMA), ktoré vo svojom prieskume trhu s repo transakciami z roku 2019 odhaduje celkovú veľkosť trhu na 8 310 miliárd EUR<sup>20</sup>. Prieskumy európskeho trhu s repo transakciami od združenia ICMA za roky 2018 a 2019 potvrdzujú, že európsky trh s repo transakciami sa javí ako dobre fungujúci, a teda je potenciálnym nástrojom na transformáciu kolaterálu; trhy s repo transakciami sú však menej likvidné na konci štvrťroka a na konci roka, keďže banky zvyčajne uzatvárajú svoje repo pozície s blížiacimi sa lehotami vykazovania. Rozsah takéhoto pravidelného zníženia v posledných rokoch klesal a očakáva sa, že v budúcnosti ešte viac poklesne aj vďaka vykonávaniu nedávnych odporúčaní BCBS v EÚ zameraných na zníženie volatility na konci štvrťroka a roka.

Združenie ICMA vypracovalo aj analýzu<sup>21</sup> posledného vývoja na trhu počas krízy spôsobenej pandémiou COVID-19. Podľa tohto prieskumu sa európsky trh s repo transakciami počas pandémie COVID-19, ktorá začala koncom februára až začiatkom marca 2020, väčšinou držal dobre. Aktivita trhu s repo transakciami sa zvýšila počas prvých dvoch marcových týždňov z dôvodu zvýšeného počtu žiadostí o transformáciu kolaterálu na splnenie výziev týkajúcich sa marže a z dôvodu presunu od rizikovejších aktív smerom ku krátkodobým aktívam. Klienti však informovali, že banky ťažko zvládali stúpajúci dopyt po repo transakciách a niektoré začali poskytovať služby len klientom na najvyššej úrovni. Podľa prieskumu, „zatiaľ čo dopyt po prístupe na trh s repo transakciami sa na vrchole krízy zvýšil, kapacita bánk sprostredkovať tento prístup sa nezvýšila. Účastníci na strane nákupu informujú o zvýšenej závislosti od trhu s repo transakciami, keďže výdavky fondov vytvárali potrebu generovať hotovosť oproti aktívam v držbe, ako aj pokryť marže oproti pozíciám v derivátoch pri zvýšení volatility. Zdá sa však, že banky mali problémy držať krok s dopytom zo strany klientov. Mnohé informujú, že obmedzovali obchody na klientov na najvyššej úrovni a nemajú pre nové obchody kapacity. Banky ďalej informujú, že vzhľadom na zvýšenú volatility to boli skôr obmedzenia rizikovo vážených aktív, ktoré vytvárali tlak na obchod, než ukazovateľ finančnej páky, a to najmä pre jednosmerné toky obchodu (ako sú napríklad čisté dlžníci hotovosti).“

Intervencie centrálnej banky toto napätie údajne zmiernili uvoľnením úverových liniek pre banky a zvrátením predaja rizikových aktív.

O vývoji na trhu počas krízy spôsobenej pandémiou COVID-19 sa diskutovalo aj v kontexte skupiny zainteresovaných strán Komisie. Centrálne protistrany informovali o bezproblémovom výkone trhov so zúčtovanými repo transakciami počas krízy a vysokom objeme aktivity na trhu. Domnievajú sa, že prístup firiem, ktoré sa

<sup>20</sup> Na základe hodnoty nesplatených repo transakcií a reverzných repo transakcií v evidencii 58 finančných inštitúcií, ktoré sa zúčastnili prieskumu.

<sup>21</sup> ICMA, *The European repo market and the Covid-19 crisis* (Európsky trh s repo transakciami a kríza spôsobená pandémiou COVID-19), apríl 2020.

zúčastňujú na trhu so zúčtovanými repo transakciami na strane nákupu, nebol obmedzený. Dôraz bol kladený aj na celkovú odolnosť trhovej infraštruktúry vrátane maržových modelov, čo prispelo k predvídateľnosti maržových požiadaviek na účastníkov. Systémy dôchodkového zabezpečenia oznámili, že trpeli značnou volatilitou trhu s veľkými výzvami týkajúcimi sa marže od protistrán dvojstranných obchodov a od zúčtovacích členov smerom ku klientom. Informovali, že túto situáciu zvládali na hranici svojich možností, ale ak by sa trhy vyvíjali horšie, čelili by veľmi vážnym problémom. Takisto potvrdili, že banky neboli ochotné sprostredkovať repo transakcie a že mali ťažkosti so získavaním prístupu k súvahe bánk zúčtovacieho člena na prístup na trh s repo transakciami. V dôsledku toho systémy dôchodkového zabezpečenia nepovažujú trh s repo transakciami za spoľahlivý vo všetkých trhových podmienkach; často sú pri prístupe naň silne závislé od bánk a banky majú v stresovom období obmedzený počet liniek s repo transakciami pre svojich klientov.

Vzhľadom na problémy týkajúce sa trhov s repo transakciami v stresových obdobiach účastníci trhu často upozorňovali na potrebu zabezpečovacieho mechanizmu centrálnej banky pre likviditu v stresových obdobiach. Podľa účastníkov trhu by úloha centrálnych bánk ako zabezpečovacieho mechanizmu mohla spočívať v poskytovaní likvidity regulovanému subjektu, ktorý by ju potom poskytoval systémom dôchodkového zabezpečenia: takým subjektom by mohli byť banky alebo centrálna protistrana. Po prijatí likvidity od bánk alebo centrálnych protistrán by systémy dôchodkového zabezpečenia mohli splniť výzvy týkajúce sa variačnej marže v hotovosti.

Treba poznamenať, že za predpokladu, že by centrálna banka mala výlučnú právomoc na zriadenie nástrojov centrálnej banky a na výklad ich zamýšľaného použitia, akúkoľvek možnosť založenú na zabezpečovacom mechanizme centrálnej banky pre likviditu by museli schváliť a podporiť centrálna banka.

ECB poskytla svoj pohľad na túto tému. Pokiaľ ide o banky, sú samozrejme protistranami monetárnej politiky a majú oprávnenie poskytovať služby transformácie kolaterálu, ktoré podliehajú príslušnej bankovej regulácii. Môžu preto byť sprostredkovateľmi na trhu s repo transakciami vrátane využívania nástrojov centrálnej banky.

Podľa ECB však úloha centrálnych bánk ako zabezpečovacieho mechanizmu nie je jasná alebo dokonca nemusí byť pre centrálnu protistranu uskutočniteľná, a to ani v prípade, že majú bankové povolenie: poskytovanie služieb transformácie kolaterálu nepatrí do hlavnej obchodnej činnosti centrálnych protistrán, a preto môže vzbudzovať obavy z následkov súvisiacich rizík. ECB ďalej uvádza, že ak by sa centrálna protistrana začali venovať transformácii kolaterálu na základe dodatočného bankového povolenia (ak je dovolené), výnimky z niektorých prudenciálnych bankových pravidiel v súčasnosti udelené na základe toho, že centrálna protistrana sa nevenujú typickým bankovým činnostiam a majú odlišný obchodný model, by už neboli opodstatnené. Preto by bola potrebná ďalšia analýza, aby sa zistilo, aká je právna povaha, vplyv na riadenie rizika centrálnych protistrán a plnenie predpisov pri akýchkoľvek takýchto

mechanizmov. Prvé reakcie centrálnych protistrán boli takisto do istej miery skeptické.

Pokiaľ ide o potrebu potenciálneho „špecializovaného“ zabezpečovacieho mechanizmu centrálnej banky pre systémy dôchodkového zabezpečenia (systémy dôchodkového zabezpečenia by sa stali protistranami centrálnych bánk a prijímali by od nich likviditu priamo), ECB prispela do diskusie skupiny zainteresovaných strán Komisie z pohľadu Eurosystemu, t. j. so zameraním na potreby financovania v eurách pre subjekty s domicilom v eurozóne. Kvantitatívne posúdenie Eurosystemu obsahovalo odhad potreby likvidity pre systémy dôchodkového zabezpečenia v eurozóne na splnenie variačnej marže pri stresovom scenári na základe 1 % zmeny v sadzbách (pozri aj vyššie). Podľa údajov, ktoré má k dispozícii Eurosystem, holandské systémy dôchodkového zabezpečenia sú v rámci eurozóny najviac zapojené do trhu s derivátmi, keďže vstúpili do 89 % všetkých úrokových swapov dôchodkových fondov. V analýze Eurosystemu sa zistilo, že skutočné potreby likvidity systémov dôchodkového zabezpečenia v eurozóne by za daných okolností boli zvládnuteľné (t. j. pod 2 %) v porovnaní s celkovou veľkosťou európskeho trhu s repo transakciami (vyjadrené nesplatenou sumou reverzných repo transakcií), čo naznačuje, že trh s repo transakciami by sám osebe mohol ponúknuť riešenia pre potreby systémov dôchodkového zabezpečenia v eurozóne. Na základe týchto zistení sa dospelo k záveru, že rámec monetárnej politiky Eurosystemu vrátane rámca protistrán je primeraný na účely vykonávania monetárnej politiky a neoprávňuje na zmenu s cieľom zriadiť osobitný zabezpečovací mechanizmus Eurosystemu pre likviditu systémov dôchodkového zabezpečenia<sup>22</sup>.

#### 4. ZÁVER

Problém centrálného zúčtovania systémov dôchodkového zabezpečenia je dlhodobý a počas posledných rokovaní v rámci nariadenia EMIR bolo zrejmé, že cieľom spoluzákonodarcov bolo čo najviac podporiť riešenie, ktoré by týmto účastníkom umožnilo prístup k systému centrálného zúčtovania navrhnutého reformami skupiny G20 v roku 2009, prihliadajúc pritom na potrebu zaviesť adekvátne riešenia, ktoré by reagovali na obavy v prípade stresovej trhovej situácie.

V skupine zainteresovaných strán Komisie prebehli dlhé diskusie, kde sa ukázalo, že systémy dôchodkového zabezpečenia už začali zúčtovať niektoré deriváty dobrovoľne, a je možné konštatovať, že kľúčová otázka, ktorú treba ešte vyriešiť, je problém hotovostnej variačnej marže v období stresových trhových podmienok.

Komisia neustále monitoruje vývoj na trhu a aby sa našli možnosti ďalšieho napredovania, uľahčila výmeny názorov a diskusie medzi príslušnými zainteresovanými stranami. Zainteresované strany v odvetví roky vynakladali úsilie.

---

<sup>22</sup> Takýto zabezpečovací mechanizmus Eurosystemu pre likviditu by bol odlišný od núdzovej pomoci na zvýšenie likvidity (ELA), ktorý spadá do kompetencie národných centrálnych bánk.

Obzvlášť potom, ako bola vylúčená možnosť zloženia variačnej marže v dlhopisoch priamo u centrálnej protistrany pre problémy zlučiteľnosti s povahou a obchodným modelom centrálnych protistrán, boli preskúmané iné cesty s cieľom umožniť systémom dôchodkového zabezpečenia transformovať kolaterál.

Ako je uvedené v tejto správe, v posledných rokoch boli vyvinuté modely uľahčeného prístupu s cieľom preskúmať potenciálne uskutočniteľné možnosti pre centrálnu zúčtovanie systémov dôchodkového zabezpečenia. Pokiaľ je Komisii známe, túto možnosť už niekoľko systémov dôchodkového zabezpečenia využíva. Komisia má v úmysle preskúmať túto možnosť ďalej s príslušnými zainteresovanými stranami, a to vrátane nákladov pre systémy dôchodkového zabezpečenia. Vývoj je zrejme pozitívny, keďže nejedna centrálna protistrana prijíma tento model aj pokiaľ ide o podporu väčších možností výberu.

Nájsť vhodné riešenie si bude pravdepodobne vyžadovať úsilie na niekoľkých rôznych frontoch. Na jednej strane by mali byť ďalej posúdené niektoré aspekty bankovej regulácie, vrátane toho, či nedávne zmeny vo výpočte ukazovateľa finančnej páky pomohli. Na druhej strane by sa malo zvažovať, ktoré spôsoby zabezpečenia nástrojov likvidity pre systémy dôchodkového zabezpečenia v stresovom období by sa dali preskúmať.

Výsledky verejnej konzultácie, ktorú začal orgán ESMA, by mali poskytnúť ďalšie podrobnosti o nedávnom vývoji na trhu a možno ďalšie kvantitatívne údaje, ktoré budú starostlivo preskúmané. Komisia sa zaviazala aj preskúmať akúkoľvek primeranú a uskutočniteľnú iniciatívu s cieľom priblížiť sa k realizovateľnému a stabilnému riešeniu centrálného zúčtovania.

Na tieto analýzy počas najbližších mesiacov prihliadne Komisia pri rozhodovaní v súvislosti s výnimkou z centrálného zúčtovania.