



V Bruselu dne 23.9.2020
COM(2020) 574 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, ve znění nařízení (EU) č. 834/2019, ve které se posuzuje, zda byla vyvinuta schůdná technická řešení umožňující složkám penzijního systému převádět hotovostní a nehotovostní kolaterál jako variační marži a zda je nutné přijmout jakákoli opatření k usnadnění těchto schůdných technických řešení

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, ve znění nařízení (EU) č. 834/2019, ve které se posuzuje, zda byla vyvinuta schůdná technická řešení umožňující složkám penzijního systému převádět hotovostní a nehotovostní kolaterál jako variační marži a zda je nutné přijmout jakákoli opatření k usnadnění těchto schůdných technických řešení

1. ÚVOD

Nařízení o infrastruktuře evropských trhů (EMIR)¹, kterým byly v EU v roce 2012 zavedeny reformy G20 týkající se mimoburzovních (OTC) derivátových smluv, udělilo dočasnou výjimku z povinnosti centrálního clearingu subjektům provozujícím složky penzijního systému, a to ve vztahu k určitým typům OTC derivátů².

Podle nařízení zahrnují složky penzijního systému instituce zaměstnaneckého penzijního pojištění (IZPP) definované v čl. 6 odst. a) směrnice 2003/41/ES, činnosti v oblasti zaměstnaneckého penzijního pojištění institucí dle článku 3 dané směrnice, zaměstnanecké penzijní pojištění pojišťoven dle směrnice 2002/83/ES (pokud jsou aktiva a pasiva spojená s danou činností oddělená od jiných aktivit pojišťovny) a jakékoli další povolené subjekty nebo složky, které působí na vnitrostátním základě a podléhají dohledu a jejichž primárním účelem je poskytovat dávky v důchodu.

Dočasná výjimka byla udělena proto, aby bylo možné vzít v potaz zvláštní znaky obchodního modelu daných subjektů a dopad povinného clearingu na důchody: jak připomíná 26. bod odůvodnění nařízení EMIR, subjekty provozující složky penzijního systému „obvykle minimalizují držbu prostředků v hotovosti, aby maximalizovaly efektivnost a návratnost pro své pojistníky. Stanovení požadavku, aby tyto subjekty prováděly clearing OTC derivátových smluv centrálně, by tak mělo za následek přesun významné části jejich aktiv do hotovosti, aby tak mohly plnit průběžné maržové požadavky ústředních protistran“. Centrální clearing OTC derivátů vyžaduje dostatečné částky dostupné hotovosti, aby bylo možné splnit maržové požadavky ústředních protistran. Jak uznává rámec nařízení EMIR, držení velkého množství hotovosti za účelem splnění potenciální výzvy k úhradě variační marže by mohlo mít negativní dopad na důchody.

Nezávislá studie, kterou Komisi v roce 2014 poskytly společnosti Europe Economics a Bourse Consult, odhadla potenciální variační marži, kterou by penzijní fondy EU musely uhradit v případě 1% posunu sazeb. Přestože tato studie zahrnovala i Spojené království, výsledky bez Spojeného království ukázaly, že taková částka by se

¹ Nařízení (EU) č. 648/2012.

² Výjimka se vztahuje na OTC derivátové smlouvy, které jsou objektivně měřitelné jako snižující investiční rizika přímo související s finanční solventností složek penzijního systému, na subjekty zřízené za účelem poskytování náhrady členům těchto složek v případě selhání a na složky penzijního systému, které mají potíže se splněním požadavků na variační marže (článek 89 nařízení EMIR).

pohybovala mezi 106 a 133 miliardami eur a v případě krizových scénářů by se dále zvyšovala.

Novější studie provedly Eurosystem³ a Dánská centrální banka⁴. Tyto studie naznačují, že potenciální variační marže nizozemských a dánských penzijních fondů, které tvoří přibližně 52 % finančních aktiv penzijních fondů EU (vyjma Spojeného království)⁵, by za stejného zátěžového scénáře (1% změna sazeb) byla nižší než 53 miliard eur a 106 miliard dánských korun (přibližně 14 miliard eur), tedy o něco nižší než odpovídající hodnoty⁶ uvedené ve výše zmíněné nezávislé studii. Na základě dostupných peněžních zůstatků by celkový schodek hotovosti mohl pro všechny penzijní fondy v eurozóně činit až 17 miliard eur.⁷

Podobné změny sazeb, nákladů a rizik by se netýkaly pouze složek penzijního systému, nýbrž by ovlivnily i jiné finanční společnosti, které provádí centrální clearing (např. investiční fondy, pojišťovny), a riziko platební neschopnosti z důvodu nedostatku vhodného kolaterálu může vzniknout i v případě dvoustranného obchodování s deriváty, nejen ve světě centrálního clearing. Jak však uvádí orgán ESMA ve své první zprávě na toto téma, zdá se, že složky penzijního systému mají omezenější kapacitu ke zmírnění těchto rizik pomocí flexibility v investičních strategiích, dostupnosti investic odpovídajících jejich závazkům a přístupu ke zdrojům likvidity, jak je projednáno v následujících oddílech.

Cílem dočasné výjimky bylo poskytnout čas potřebný k nalezení schůdného technického řešení, které by složkám penzijního systému umožnilo provádět centrální clearing u ústředních protistran a zároveň zabránit závažně nepříznivým dopadům na příjmy důchodců. V rámci nařízení EMIR obchodování složek penzijního systému s OTC deriváty za příslušných prahových hodnot již podléhá požadavkům na zmírňování operačního rizika a maržovým požadavkům u OTC obchodů, u nichž nebyl proveden clearing, a to podle článku 11. Tyto požadavky začaly platit v souladu s postupným zaváděním v roce 2017⁸: jejich cílem je řešit rizika spojená s deriváty, u kterých nebyl proveden centrální clearing, a zároveň k centrálnímu clearing. Složky penzijního systému rovněž podléhají oznamovacím povinnostem podle nařízení EMIR.

³ Evropská centrální banka, Zpráva o finanční stabilitě, květen 2020. Odhady pro nizozemské penzijní fondy se pohybují mezi 36 a 47 miliardami eur; vzhledem k tomu, že nizozemské penzijní fondy drží okolo 89 % úrokových swapů penzijních fondů v rámci eurozóny, odhaduje se, že výzva k úhradě marže pro všechny penzijní fondy eurozóny se pohybuje mezi 40 a 53 miliardami eur.

⁴ Danmarks Nationalbank, „Pension companies will have large liquidity needs if interest rates rise“ (Penzijní společnosti budou mít vysoké potřeby likvidity, pokud se zvýší úrokové sazby), listopad 2019.

⁵ Podle účtů eurozóny ke konci roku 2019.

⁶ Odpovídající částky jsou přibližně 60 miliard eur pro nizozemské penzijní fondy a 27 miliard eur pro dánské penzijní fondy.

⁷ Odhady celkového schodku hotovosti nizozemských penzijních fondů se pohybují mezi 6 a 15 miliardami eur. Vzhledem k tomu, že nizozemské penzijní fondy drží okolo 89 % úrokových swapů penzijních fondů v rámci eurozóny, nedostatek hotovosti ve všech penzijních fondech eurozóny by mohl být až 17 miliard eur.

⁸ Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/2251.

Přestože diskuze se složkami penzijního systému a jinými zúčastněnými stranami potvrdila, že složky penzijního systému chtějí clearing provádět u ústředních protistran a v některých případech tak již činí, povinný clearing stále představuje výzvu. Výjimka centrálního clearingového systému byla tudíž během několika let prodloužena, protože se neobjevila žádná schůdná technická řešení. Revize nařízení EMIR v rámci programu REFIT, která vstoupila v platnost v červnu 2019, výjimku prodloužuje do června 2021 s možností ji dále dvakrát prodloužit nařizením Komise v přenesené pravomoci, pokaždé o nejvýše jeden rok. Konečným cílem nařízení však nadále zůstává co nejvčasnější zavedení centrálního clearingového systému pro složky penzijního systému, jelikož současný vývoj regulací a trhu by měl umožnit účastníkům trhu vyvinout vhodná řešení (nařízení EMIR, 30. bod odůvodnění). Ústřední protistrany, členové clearingového systému a složky penzijního systému musí vynaložit veškeré úsilí s cílem přispět k vytvoření takového řešení.

Ustanovení článku 85 revidovaného nařízení EMIR vyžaduje, aby Komise až do posledního roku prodloužení výjimky každoročně připravila zprávu o posouzení toho, „zda byla vyvinuta schůdná technická řešení umožňující složkám penzijního systému převádět hotovostní a nehotovostní kolaterál jako variační marži a zda je nutné přijmout jakákoli opatření k usnadnění těchto schůdných technických řešení“.

Nařízení dále stanoví, že orgán ESMA má ve spolupráci s orgány EBA, EIOPA a ESRB předkládat Komisi výroční zprávy posuzující tuto otázku. Komise obdržela první zprávu od orgánu ESMA v dubnu 2020. Společně se zprávou uspořádal orgán ESMA veřejnou konzultaci za účelem získat další informace od zúčastněných stran a do prosince 2020 předložit Komisi další, komplexnější zprávu. Komplexní zpráva orgánu ESMA tudíž není dostupná včas, aby ji bylo možné zahrnout do této zprávy od Evropské komise.

Revidované nařízení EMIR zároveň pověřilo Komisi zřízením skupiny odborníků zahrnující představitele příslušných zúčastněných stran, jejímž cílem bude sledovat úsilí a posoudit pokrok při hledání schůdných technických řešení. Skupina odborníků, která pokračuje v práci své předchůdkyně (skupiny Komise na vysoké úrovni zaměřené na penzijní fondy) a která zahrnuje představitele ústředních protistran, členy clearingového systému, složky penzijního systému, centrální banky a další příslušné zúčastněné strany, se setkala dvakrát, v říjnu 2019 a v dubnu 2020 (prostřednictvím videokonference), a bude se nadále setkávat každých šest měsíců. Komise z práce skupiny odborníků nadále vychází při sestavování svých zpráv pro spolunormotvůrce.

2. ÚČEL ZPRÁVY

Komise touto zprávou plní svou povinnost podle článku 85 nařízení EMIR.

Tato zpráva řádně zohledňuje první zprávu orgánu ESMA i diskuze, které proběhly v rámci skupiny odborníků. Jak již bylo vysvětleno, výsledky veřejné konzultace, kterou uspořádal orgán ESMA, se promítnou do druhé zprávy Komise, která bude vydána příští rok.

Tato zpráva poskytuje analýzu hlavních problémů stanovených zúčastněnými stranami ve spojitosti s centrálním clearingem složek penzijního systému i řešení, která byla dosud prozkoumána. Jak již bylo zmíněno, výjimka z centrálního clearing pro složky penzijního systému platí do června 2021: s ohledem na tento termín je cílem této zprávy podat Evropskému parlamentu a Radě aktuální informace o pokroku v této oblasti a identifikovat aspekty, které mají být dále prozkoumány za účelem nalezení proveditelného a udržitelného řešení v oblasti centrálního clearing.

3. HLAVNÍ ZJIŠTĚNÉ PROBLÉMY

3.1 Pozadí obchodního modelu složek penzijního systému a použití derivátů

Evropské složky penzijního systému, zejména v některých členských státech, například v Nizozemsku a Dánsku, jsou aktivními účastníky trhu s OTC deriváty. Takové deriváty využívají za účelem zajištění svých závazků proti řadě rizik, včetně nestálosti úrokové sazby a inflace, a v konečném důsledku se jimi chrání před riziky v oblasti solventnosti. Závazky penzijních fondů vůči současným a budoucím důchodcům mají dlouhodobou splatnost, která musí být spojena s dlouhodobými aktivy. Taková aktiva obvykle tvoří vládní a korporátní dluhopisy. Vzhledem k omezené dostupnosti dluhopisů s vhodnými charakteristikami se však zdá, že plně zajištěné závazky s dluhopisy nejsou v případě složek penzijního systému v EU proveditelné. Deriváty mohou být pro závazky složek penzijního systému vhodnější, protože swapy se často používají pro diskontování takových závazků za účelem ocenění. Jak uvedl orgán ESMA, situace složek penzijního systému v EU se liší od situace amerických penzijních fondů, které se pro účely zajištění spoléhají spíše na dlouhodobá aktiva, jako jsou korporátní a vládní dluhopisy: americké penzijní fondy mají ve srovnání se složkami penzijního systému v EU kratší dobu trvání závazků, jejich závazky se obvykle diskontují pomocí výnosů z podnikových dluhopisů s ratingem AA a americký trh podnikových dluhopisů je větší. Orgán ESMA tedy uznává, že u složek penzijního systému zřejmě existuje strukturální potřeba zapojit se do obchodování s OTC deriváty.

Portfolio derivátů složek penzijního systému je obvykle velké, dlouhodobé a jednosměrné, přičemž celková pozice odvětví představuje podle orgánu ESMA potenciální systémové riziko.

Pokud jde o typy derivátů, složky penzijního systému často používají swapy dlouhodobých úrokových sazeb: dle údajů z roku 2015 získaných v souladu s nařízením EMIR od organizace DTCC mělo přibližně 20 % z úrokových swapů s alespoň jednou protistranou jakožto poskytovatelem pojištění nebo penzijního fondu v EU splatnost 30 let, globální průměr je přitom nižší než 10 %⁹. Úrokové swapy jsou typem derivátů, které podléhají povinnosti clearing v souladu s nařízením EMIR. Složky penzijního systému obchodují se svými deriváty dvoustranně, nebo obecně provádějí centrální clearing u ústředních protistran jako klienti členů clearingového systému.

⁹ Evropská rada pro systémová rizika, Occasional Paper Series 11, 2016.

Je vhodné poznamenat, že v rámci EU jsou penzijní systémy a trhy dosti různorodé: v některých členských státech jsou penzijní systémy druhého pilíře rozvinutější než v jiných a jsou rozšířenější dávkově definované penzijní fondy; v jiných státech se častěji vyskytují příspěvkově definované modely. Největší trhy složek penzijního systému v EU se podle údajů ke konci roku 2018 nacházejí v Nizozemsku, s průměrným poměrem aktiv k HDP 173,3 %, a v Dánsku, s poměrem 198,6 %. Podobné systémy má zavedeny také Irsko. Soukromé penzijní systémy v takových zemích hrají důležitou roli při poskytování důchodového příjmu důchodcům.

3.2 Problematika centrálního clearingů složek penzijního systému

Hlavním problémem při centrálním clearingů složek penzijního systému je to, že v případě clearingů u ústředních protistran je nutné skládat variační marži v hotovosti; diskuze skupiny zúčastněných stran zřízené Komisí ukázaly, že v případě napjatých podmínek na trhu je to pro složky penzijního systému problematické.

V modelu centrálního clearingů ústřední protistrany žádají své účastníky o variační marži za účelem kompenzace změn v tržní hodnotě jejich derivátové pozice. Tímto způsobem jsou ústřední protistrany vždy chráněny před pohyby trhu a účastníci trhu v průběhu času nezaznamenávají velké ztráty ve vztahu k jejich portfoliu, u něhož byl proveden centrální clearing. Ztráty a zisky jsou vypočítávány ústřední protistranou a denně vyměňovány v rámci procesu tržního oceňování. Účelu variační marže nejlépe slouží hotovost, jelikož minimalizuje riziko ztráty hodnoty a její převod je konečný. Převod variační marže ve formě hotovosti je zároveň provozně méně náročný a je slučitelný s přístupem k řízení likvidních rizik ze strany ústředních protistran podle nařízení EMIR¹⁰.

To znamená, že účastníci clearingů musí být schopni si s takovými žádostmi poradit s pomocí dostatečné hotovosti: pokud tomu tak není a člen clearingového systému nemůže složit požadovanou variační marži včas, pak podle ústřední protistrany nesplnil své závazky a ta poté zahájí své řízení pro selhání za účelem inventury účetnictví. Variační marže musí být navíc ústředním protistranám složena v krátkém časovém termínu, což způsobuje další provozní potíže¹¹.

Hotovost má vysoké náklady příležitosti, jelikož není tak výnosná jako jiná aktiva a není vhodná k vyrovnání splatnosti závazků složek penzijního systému, tudíž je vystavuje nesouladu mezi aktivy a pasivy. Držení velkého množství hotovosti namísto jiných aktiv s vyšším výnosem by přispělo ke snížení výnosů pro důchodce a mělo by dopad na rozdělení aktiv složek penzijního systému; penzijní fondy ve skutečnosti obvykle nedrží velké množství hotovosti, jak se ukazuje i v roční celosvětové důchodové statistice, kterou zveřejnila OECD.

¹⁰ Variační marže v hotovosti také ústředním protistranám umožňuje, aby si nadále byly jisté svou schopností správně ohodnotit transakce, a zároveň se jedná o běžný přístup zacházení se zúčtovanými swapy, který přijali všichni účastníci daného trhu.

¹¹ Některé ústřední protistrany umožňují účastníkům v případě výzev k úhradě marže v rámci vnitrodenního obchodování použít cenné papíry místo hotovosti; na výzvu k úhradě marže na konci dne je však třeba reagovat v hotovosti.

Problematika variační marže v hotovosti může být náročná zejména v období napjatých podmínek na trhu ve spojení se zvyšující se úrovní úrokových sazeb, kdy by ústřední protistrany mohly po složkách penzijního systému požadovat v hotovosti výrazně vyšší variační marži.

Výzvy k úhradě vysoké variační marže se mohou objevit ve spojitosti s obchody, u kterých nebyl proveden centrální clearing a kterých se složky penzijního systému v současnosti účastní. V této souvislosti však složky penzijního systému mohou skládat variační marži i v jiné formě než v hotovosti, například v podobě vysoce kvalitních vládních dluhopisů (což jsou aktiva, kterých mají penzijní fondy obvykle dost), a to i když se v nedávné době mohl zvýšit rozsah, v rámci kterého mají složky penzijního systému skládat variační marži v hotovosti i v jejich dvoustranných obchodech.

Je třeba poznamenat, že smyslem regulačního rámce nařízení EMIR je podpořit centrální clearing také snížením výhodnosti dvoustranných obchodů v souladu se souvisejícími riziky: očekává se, že tento a další regulační vývoj společně s tržními silami povede ke zvyšujícímu se objemu derivátů, u nichž byl proveden centrální clearing, a k potenciálně lepším cenám v segmentu, u něž byl proveden clearing, než v případě segmentu, kde centrálně proveden nebyl. Jak již bylo zmíněno, některé penzijní fondy již začaly provádět centrální clearing na dobrovolné a selektivní bázi.

Je třeba poznamenat, že složky penzijního systému obecně clearing provádějí spíše nepřímou jako klienti členů clearingového systému, než aby se staly přímými členy clearingového systému ústřední protistrany, jak je dále projednáno v následujících oddílech.

Výše uvedené informace poskytují souvislosti pro charakteristiky, které by mělo mít potenciální řešení problematiky centrálního clearingů: mělo by vést ke správné rovnováze mezi cílem finanční stability a potřebou schůdnosti pro složky penzijního systému z hlediska nákladů, aby nemělo velký dopad na dávky důchodců, a mělo by fungovat i za napjatých podmínek na trhu.

3.3 Dosud prozkoumaná potenciální řešení

Debata ohledně centrálního clearingů složek penzijního systému vedla během let k prozkoumání různých přístupů. Ve zprávě, kterou Komise v roce 2015 předložila podle požadavků nařízení EMIR, byl uveden nástin některých potenciálních řešení, jehož výsledkem byl závěr, že nebylo vyvinuto žádné schůdné technické řešení.

Dosud prozkoumané možnosti se zaměřovaly na to, jak by složky penzijního systému mohly skládat variační marže ústředním protistranám bezpečným a nákladově efektivním způsobem. Jak uvádí zpráva Komise z roku 2015, v první fázi se uvažovalo nad tím, zda by ústřední protistrany mohly přijímat variační marži v jiné podobě než v hotovosti, například v podobě kvalitních vládních dluhopisů: bylo však obecně uznáno, že by bylo náročné o takový přístup usilovat, jelikož by ústřední protistrany musely spravovat portfolio dluhopisů, které by musely být přeměněny na hotovost i se

souvisejícími riziky, což by mohlo narušit jejich roli prostředníka udržujícího vyrovnané účty.

Prozkoumává se tedy druhá řada možností, na základě které by složky penzijního systému mohly měnit své dluhopisy za hotovost, aby byly schopny vyhovět výzvam ústředních protistran k úhradě marže (transformace kolaterálu). Potenciální řešení, která zúčastněné strany daného odvětví v posledních letech prozkoumaly a vyvinuly, se skutečně zaměřovala na způsoby, jak umožnit efektivní transformaci kolaterálu složkami penzijního systému.

Transformace kolaterálu členy clearingového systému

Členové clearingového systému, jako jsou banky, mohou svým klientům, včetně penzijních fondů, obvykle poskytnout služby transformace kolaterálu¹², a to prostřednictvím repo obchodů. Většina složek penzijního systému, které se zapojují do centrálního clearing, tak v současnosti skutečně činí z pozice klientů členů clearingového systému a mohou v tom pokračovat i v případě povinného clearing. Během repo obchodu jedna strana prodá aktivum straně druhé a zaváže se k jeho budoucímu zpětnému odkupu za dohodnutou cenu. Aktivem je obvykle dluhopis, který slouží jako kolaterál k pojištění věřitele proti úvěrovému riziku protistrany. Repo obchody lze tudíž využít jako prostředek k transformaci dluhopisů v hotovost a ke skládání variačních marží, přičemž poskytovatel dluhopisů si navíc ponechá vlastnictví samotných dluhopisů a v dlouhodobém horizontu nadále získává návratnost.

Na repo trhu jsou obvykle aktivní velké bankovní skupiny. Některé faktory však mohou odrazovat členy clearingového systému od účasti na takových operacích. Jak uvedlo mnoho účastníků trhu, vytvoření pákového poměru podle rámce Basel III znesnadnilo zapojování se do repo obchodů, protože takové transakce mají nízké marže a rozšiřují rozvahy bank, což přispívá ke zvýšení jmenovatele daného poměru. Aby banky mohly požadavek splnit, potřebují mít větší množství kapitálu tier 1. Podobné úvahy se objevily v analýze repo trhů Výboru pro globální finanční systém z roku 2017¹³, která poukázala na možný kompromis mezi regulačními reformami zaměřujícími se na velikost rozvah bank (s cílem omezit nadměrnou páku) a následky z hlediska dostupnosti repo obchodů, včetně následků pro koncové uživatele¹⁴. V tomto ohledu se však objemy repo trhů v EU v posledních letech zvyšovaly¹⁵ a podle analýzy ECB byly

¹² Takovou službu by penzijním fondům mohly poskytovat i jiné banky než členové clearingového systému, jejichž jsou klienty.

¹³ CGFS, „Repo market functioning“ (Fungování repo trhu), 2017.

¹⁴ „Snížení zprostředkovací kapacity může také snížit schopnost reakce repo trhů na poptávku během budoucích krizových období. Zhoršení fungování repo trhu může způsobit napětí na trhu s hotovostí a deriváty a snížit schopnost finančních institucí zpeněžovat aktiva. Rozsah následných nákladů na finanční stabilitu a reálnou ekonomiku v krizových obdobích může být celkově významný, přestože k takovým situacím v poslední době ve významné míře nedošlo. Úpravy repo trhů mohou snížit náklady některých koncových uživatelů, zároveň by však mohly vést k novým rizikům“.

¹⁵ ICMA, European Repo Market Survey (Průzkum evropského repo trhu), prosinec 2019.

nezamýšlené důsledky regulačních reforem na poskytování repo služeb bankami eurozóny nevýznamné¹⁶.

Kromě toho způsob, jakým byl pákový poměr původně koncipován, bankám znesnadnil poskytování clearingových služeb klientům, protože marže složené klienty nemohly být použity k vyrovnání částky expozice (což by se projevilo ve jmenovateli poměru). Basilejský výbor¹⁷ v roce 2019 navrhl zavést změny ve výpočtu pákového poměru, aby nedošlo k výraznému poškození clearingů pro klienty. Tyto změny se promítly do přepracovaného nařízení o kapitálových požadavcích (CRR2), které vstoupilo v platnost v červnu minulého roku.

Rovněž byla zavedena změna pákového poměru týkající se zacházení s reverzními repo obchody. Tyto změny mohou přispět k tomu, aby se banky více zapojovaly do clearingů pro klienty a případně i do zprostředkování repo obchodů, což by zároveň podpořilo likviditu repo trhu. Dopad takových změn bude muset být posouzen.

Dále se objevily obavy ohledně toho, zda repo trhy dokážou uspokojit hotovostní požadavky všech složek penzijního systému dohromady, zejména v krizových obdobích, jak bude dále podrobně projednáno níže.

Transformace kolaterálu prostřednictvím repo trhů s clearingem

Některé ústřední protistrany v posledních letech vyvinuly pro podporu centrálního clearingů složek penzijního systému nové modely, které jsou založené na usnadnění přístupu složek penzijního systému k ústředním protistranám a k repo trhům, u nichž je prováděn clearing; to může zahrnovat i přístup k OTC trhu, u nějž je prováděn clearing. V Evropské unii byly tyto modely vyvinuty alespoň jednou ústřední protistranou, a pokud je Komisi známo, jiné ústřední protistrany podobné modely pravděpodobně také přijmou¹⁸. V tomto rámci mají složky penzijního systému přímý smluvní vztah s ústřední protistranou a členem clearingového systému (obvykle banka) jim „asistuje“ (jinými slovy je „sponzoruje“) tak, že jedná jako zástupce pro clearing a umožňuje centrální clearing složek penzijního systému, například tím, že přispěje do fondu pro riziko selhání ústřední protistrany nebo se zapojí do řízení selhání a dalších služeb (řízení kolaterálu atd.).

Tyto modely samy o sobě neeliminují nutnost skládat variační marži v hotovosti za OTC deriváty, u nichž byl proveden clearing, poskytují však složkám penzijního systému další přístup na repo trhy. Cílem takových modelů „usnadněného členství“ by zároveň bylo zmírnit některá omezení klientského clearingů, jako je koncentrace klientského clearingů v EU pouze u několika členů clearingového systému nebo otázka přenositelnosti pozic klientů v případě nedodržení závazku člena clearingového

¹⁶ ECB, Zpráva o finanční stabilitě, 2017.

¹⁷ Basilejský výbor pro bankovní dohled, „Leverage ratio treatment of client cleared derivatives“ (Úprava pákového poměru u derivátových transakcí na účet klienta), 2019

¹⁸ Podle informací, které má Komise k dispozici, nabízely mimo EU repo nákupy, u nichž je prováděn clearing, společnosti LCH Ltd (Spojené království), Canadian Derivatives Clearing Corporation (Kanada) a DTCC FICC (USA).

systému. Z pohledu bank by tyto modely měly být z hlediska kapitálových požadavků méně náročné než tradiční činnosti v oblasti clearingů pro klienty.

Pokud je Komisi známo, k vývoji takového modelu postupem času dochází společně s do jisté míry rostoucí poptávkou ze strany trhu, pouze několik složek penzijního systému (zpravidla ty velké) však tuto službu již začalo používat. Jedním ze zřejmých důvodů může být skutečnost, že přímý vztah s ústřední protistranou může vyžadovat další provozní a právní připravenost a investice ze strany účastníků trhu, a to jak složek penzijního systému, tak členů clearingového systému. Penzijní fondy, které se zapojily do skupiny zúčastněných stran zřízené Komisí, navíc uvedly, že takové modely jsou obecně dostupné jen pro velké složky penzijního systému, v současné době je podporuje pouze malý počet bank, a i dále z nich vyplývá, že se složky penzijního systému musejí spoléhat na ochotu člena clearingového systému poskytovat související služby.

Podle společného dokumentu Mezinárodní asociace pro swapy a deriváty (ISDA) a společnosti Pensions Europe z roku 2018¹⁹ pohlíží trh na modely přímého nebo „usnadněného“ členství se zájmem, a to i kvůli tomu, že tyto modely mohou být pro banky zajímavější než tradiční clearingový vztah s klientem. Plné přímé členství se zdá být náročné z mnoha důvodů (včetně nutnosti splnit požadavky na účast ústředních protistran, přispívat do fondu pro riziko selhání a mít provozní kapacitu); modely usnadněného přístupu mohou být způsobem, jak se k němu přiblížit. Podle penzijních fondů, které se zapojily do skupiny zúčastněných stran zřízené Komisí, by stále bylo třeba provést některá další zlepšení.

Diskuze o repo trhu

Složky penzijního systému na repo trh obecně nahlízejí jako na užitečný nástroj pro své potřeby likvidity a během diskuzí skupiny odborníků zřízené Evropskou komisí byl obvykle popisován jako potenciální součást celkového řešení otázky variační marže.

V rámci odvětví však zůstávají obavy ohledně schopnosti repo trhů uspokojit celkovou poptávku po hotovosti způsobenou tím, že všechny složky penzijního systému musí provádět clearing za napjatých podmínek na trhu, když se na repo trhy tlačí, aby pokryly velkou poptávku po likviditě, a to nejen ze strany složek penzijního systému. Banky navíc nemusí být vždy ochotné v krizových obdobích poskytnout složkám penzijního systému repo obchody, nebo aspoň ne ve stejné míře. Jak upozorňuje orgán ESMA, řada těchto a dalších aspektů souvisí také s celkovým obchodním vztahem mezi bankami a jejich klienty z řad složek penzijního systému. Pokud složky penzijního systému nemohou za ztížených podmínek využít repo trh, nemusí být schopny zareagovat na výzvy ústředních protistran k úhradě marže, a dokonce se mohou stát zdrojem dalekosáhlých problémů s finanční stabilitou. Možnost vytvořit různorodou sadu mechanismů týkajících se likvidity mezi bankami a složkami penzijního systému by v tomto ohledu mohla být užitečná.

¹⁹ Společný dokument Pensions Europe a ISDA „Potential demand for clearing by EU Pension Funds“ (Potenciální poptávka po clearingů ze strany penzijních fondů v EU), 2018.

Repo trhy, u nichž je prováděn clearing, by měly být výhodnější v tom, že jsou více likvidní než bilaterální trhy, jelikož banky jsou obvykle ochotnější provádět repo obchody s clearingem než dvoustranné repo obchody – v neposlední řadě proto, že si mohou vyčistit své pozice u ústřední protistrany. Podle CGFS (2017) se v eurozóně „podíl obchodování na repo trhu přes ústřední protistrany v posledních letech zvýšil a tvoří 50–60 % objemu repo trhu v eurozóně, přičemž jeho atraktivita spočívá v řízení rozvahy“. Do této perspektivy musí být také zasazeno úsilí vyvinuté některými ústředními protistranami za účelem umožnit koncovým uživatelům přímou účast na jejich repo platformách, u nichž je prováděn clearing. Složky penzijního systému uvedly, že repo trh, u něž je prováděn clearing, může nabídnout dodatečnou repo kapacitu s ohledem na dvoustranné repo obchody, má však výše uvedená omezení.

Přehled fungování evropských repo trhů poskytla Mezinárodní asociace kapitálových trhů (ICMA), která ve svém průzkumu repo trhů z roku 2019 odhaduje celkovou velikost trhu na 8 310 miliard eur²⁰. Průzkumy evropských repo trhů z let 2018 a 2019 provedené Mezinárodní asociací kapitálových trhů potvrzují, že evropský repo trh funguje dobře, čímž se stává možným kanálem pro transformace kolaterálu; repo trhy jsou však méně likvidní ke konci čtvrtletí a ke konci roku, jelikož banky mají tendence své repo pozice uzavírat, když se blíží lhůty pro předložení zprávy. Rozsah těchto pravidelných úbytků se v posledních letech snižuje a očekává se, že se v budoucnu dále sníží, a to i díky provedení nedávných doporučení Basilejského výboru pro bankovní dohled v rámci EU, jejichž cílem je snížit volatilitu na konci čtvrtletí a na konci roku.

Asociace ICMA zároveň poskytla analýzu²¹ nejnovějšího vývoje, ke kterému došlo na trhu během krize COVID-19. Podle tohoto průzkumu se evropský repo trh během pandemie COVID-19, která vypukla koncem února / začátkem března 2020, držel z velké části dobře. Aktivita na repo trhu se během prvních dvou týdnů v březnu zvýšila, a to v důsledku častějších požadavků na transformaci kolaterálu za účelem reakce na výzvy k úhradě marže a kvůli tokům z rizikovějších aktiv do krátkodobých aktiv. Někteří klienti však ohlásili, že banky zvyšující se poptávku po repo obchodech sotva zvládaly a některé z nich službu poskytovaly jen nejvýznamnějším klientům. Průzkum zjistil, že „zatímco poptávka po přístupu na repo trh v době krize vzrostla, schopnost bank tento přístup zprostředkovat nikoli. Nakupující účastníci uvádějí vyšší závislost na repo trhu, protože odlivy prostředků vedly k potřebě generovat hotovost proti aktivům a také splnit výzvy k úhradě marže proti derivátovým pozicím se zvyšující se volatilitou. Zdá se však, že se bankám nedařilo držet krok s poptávkou klientů. Mnoho z nich ohlásilo, že omezily služby pro nejvýznamnější klienty a kapacitu pro nové obchody již neměly. Banky dále uvádějí, že s ohledem na zvýšenou volatilitu se jednalo spíše o to, aby se limity RVA (rizikově vážených aktiv) staly závazným omezením pro podnikání namísto pákového poměru, zejména u jednosměrných obchodních toků (například u čistých dlužníků hotovosti).“

²⁰ Na základě hodnoty nevypořádaných repo a reverzních repo smluv 58 finančních institucí, které se průzkumu účastnily.

²¹ ICMA, „The European repo market and the Covid-19 crisis“ (Evropský repo trh a krize Covid-19), duben 2020.

Intervence centrálních bank údajně takové napětí zmírnily tím, že uvolnily úvěrové linky bank a zvrátily odprodej rizikových aktiv.

O vývoji trhu během krize Covid-19 se diskutovalo také v rámci skupiny zúčastněných stran zřízené Komisí. Ústřední protistrany uvedly pokračující bezproblémové fungování repo trhů s clearingem během krize a velký objem činnosti. Přístup podle nich nebyl omezen pro nakupující firmy, které se účastnily repo trhu, u nějž probíhal clearing. Rovněž byla zdůrazněna celková odolnost tržní infrastruktury, včetně modelů marží, což přispělo k předvídatelnosti žádostí o marži pro účastníky. Složky penzijního systému uvedly, že se potýkaly s potížemi plynoucími z výrazné volatility trhu a s výzvami k úhradě vysoké marže ze strany bilaterálních protistran i členů clearingového systému vůči klientům. Uvedly, že se s takovou situací dokázaly vyrovnat, ale kdyby situace na trhu byla horší, čelily by velmi vážným obtížím. Dále potvrdily, že banky se zdráhaly zapojit do zprostředkování repo obchodů a že měly problémy získat přístup k rozvaze členských bank provádějících clearing za účelem přístupu na repo trhy. V důsledku toho se složky penzijního systému domnívají, že na repo trh se nelze za všech tržních podmínek spolehnout; složky penzijního systému jsou na přístupu k němu často do velké míry závislé na bankách a banky mají v krizových obdobích pro své klienty jen omezené repo linky.

Vzhledem k potížím s repo trhy během krizových období účastníci trhu často upozorňovali na potřebu mechanismu centrálních bank k zajištění likvidity v krizových obdobích. Podle účastníků trhu by tato role centrálních bank mohla být navržena tak, že by centrální banky poskytovaly likviditu regulovanému subjektu, který by ji dále poskytoval složkám penzijního systému: takovým subjektem by mohly být banky nebo ústřední protistrany. Poté, co by složky penzijního systému od bank nebo ústředních protistran získaly likviditu, byly by schopné reagovat na výzvy k úhradě variační marže.

Je třeba poznamenat, že jelikož centrální banky mají výlučnou pravomoc zřizovat facility centrálních bank a vykládat jejich zamýšlené využití, bylo by nezbytné, aby jakoukoli možnost založenou na mechanismu centrální banky k zajištění likvidity podpořily samotné centrální banky.

ECB se k této otázce vyjádřila. Pokud jde o banky, jedná se samozřejmě o protistrany měnové politiky, které jsou oprávněné poskytovat služby transformace kolaterálu v souladu s příslušnou bankovní regulací. Jsou tudíž v postavení, ze kterého mohou zprostředkovávat repo obchody, a to i na základě využívání facility centrálních bank.

Podle ECB se však nezdá, že by role mechanismu jistění centrálních bank byla jednoduchá, a dokonce by pro ústřední protistrany ani nemusela být proveditelná, přestože by měly bankovní licenci: zdá se, že poskytování služeb transformace kolaterálu centrálními protistranami je mimo jejich hlavní činnost, což může vyvolat obavy v souvislosti s rizikovými důsledky. ECB dále uvádí, že pokud by ústřední protistrany zahájily transformaci kolaterálu na základě jejich dodatečné bankovní licence (v případě povolení), nebyly by již přiměřené současné výjimky z určitých

požadavků bankovní obezřetnosti, které jim byly uděleny na základě toho, že ústřední protistrany obvykle nevykonávají typické bankovní činnosti a mají jiný obchodní model. Bylo by tudíž zapotřebí další analýzy za účelem zjištění právní povahy, dopadu rizikového řízení ústřední protistrany a dodržování právních předpisů takových složek. Určitý skepticismus prokázaly i prvotní reakce některých ústředních protistran.

Pokud jde o potřebu potenciálního „speciálního“ mechanismu centrální banky k zajištění likvidity pro složky penzijního systému (přičemž by se složky staly protistranami centrálních bank a likviditu by získávaly přímo od nich), přispěla ECB do debaty skupiny zúčastněných stran zřízené Komisí z pohledu Eurosystemu, tj. zaměřila se na financování subjektů sídlících v eurozóně. Kvantitativní hodnocení Eurosystemu odhadlo potřeby likvidity u složek penzijního systému v rámci eurozóny, aby bylo během krizového scénáře možné splnit variační marži na základě 1% posunu sazeb (viz také výše). Podle údajů, které má Eurosystem k dispozici, se v rámci eurozóny do derivátů nejvíce zapojují nizozemské složky penzijního systému, které drží 89 % všech úrokových swapů penzijních fondů. Analýza Eurosystemu ukázala, že skutečné potřeby likvidity u složek penzijního systému v eurozóně by za takových okolností byly zvládnutelné (tj. méně než 2 %) ve srovnání s celkovou velikostí evropského repo trhu (která je zastoupena nesplacenou částkou reverzních repo obchodů), což naznačuje, že repo trh by sám o sobě mohl nabídnout řešení pro potřeby složek penzijního systému v rámci eurozóny. Na základě těchto zjištění se došlo k závěru, že rámec měnové politiky Eurosystemu, včetně jeho rámce pro protistrany, je přiměřený pro účely provádění měnové politiky a není nutné provádět změny za účelem vytvoření speciálního mechanismu k zajištění likvidity pro složky penzijního systému v rámci Eurosystemu²².

4. ZÁVĚR

Problematika centrálního clearingů složek penzijních systémů je dlouhodobá a během posledních jednání ohledně nařízení EMIR bylo zřejmé, že se spolunormotvůrci maximálně snažili o řešení, které by umožnilo daným aktérům přístup k systému centrálního clearingů, který je založen na reformách G20 z roku 2009, přičemž brali v úvahu potřebu adekvátních řešení, která by rozptýlila obavy za napjatých podmínek na trhu.

V rámci skupiny zúčastněných stran zřízené Komisí proběhly dlouhé debaty, během nichž vyšlo najevo, že složky penzijního systému již u některých derivátů začaly provádět clearing dobrovolně, a lze dospět k závěru, že zbývající klíčovou otázkou je problematika variační marže v hotovosti v období napjatých podmínek na trhu.

Komise neustále sleduje vývoj na trhu a umožňuje výměny názorů a diskuze mezi příslušnými zúčastněnými stranami za účelem nalezení možných postupů. Zúčastněné

²² Takový mechanismus v rámci Eurosystemu by se lišil od nouzové pomoci v oblasti likvidity (ELA), která spadá do působnosti vnitrostátních centrálních bank.

strany z daného odvětví v průběhu let vyvinuly jisté úsilí. Například poté, co došlo k zamítnutí možnosti skládat variační marži v dluhopisech přímo ústředním protistranám z důvodu neslučitelnosti s povahou a obchodním modelem ústředních protistran, byly s cílem usnadnit složkám penzijního systému transformaci kolaterálu zkoumány jiné přístupy.

Jak naznačuje tato zpráva, během posledních let byly vypracovány modely usnadněného přístupu za účelem prozkoumání potenciálně schůdných řešení v oblasti centrálního clearingů pro složky penzijního systému. Pokud je Komisi známo, tuto možnost již několik složek penzijního systému využívá. Komise má v plánu tuto možnost, včetně s ní spojených nákladů pro složky penzijního systému, dále prozkoumat společně s příslušnými zúčastněnými stranami. Skutečnost, že takový model přijímá více než jedna ústřední protistrana, se zdá být pozitivním vývojem i v souvislosti s větším výběrem.

Nalezení vhodného řešení bude zřejmě vyžadovat úsilí na více různých frontách. Na jedné straně by mělo dojít k posouzení některých aspektů bankovní regulace, včetně toho, zda pomohly nedávné úpravy výpočtu pákového poměru. Na straně druhé by se mělo posoudit, jaké lze prozkoumat způsoby zajištění likvidních facilit složkám penzijního systému v krizových obdobích.

Výsledky veřejné konzultace uspořádané orgánem ESMA by měly poskytnout další poznatky o posledním vývoji na trhu a případně i další kvantitativní data, která budou podrobena pečlivému zkoumání. Komise je dále odhodlána prozkoumat veškeré vhodné a proveditelné iniciativy za účelem dále se posunout ke schůdnému a spolehlivému řešení centrálního clearingů.

Výsledky analýz provedených během následujících měsíců budou zohledněny v rozhodnutí Komise ohledně výjimky z povinnosti centrálního clearingů.