

V Bruselu dne 11.9.2017
COM(2017) 468 final

ZPRÁVA KOMISE EVROPSKÉMU PARLAMENTU A RADĚ

o potřebě dočasně vyloučit deriváty obchodované v obchodním systému z oblasti působnosti článků 35 a 36 nařízení (EU) č. 600/2014 o trzích finančních nástrojů

ZPRÁVA KOMISE EVROPSKÉMU PARLAMENTU A

RADĚ

o potřebě dočasně vyloučit deriváty obchodované v obchodním systému z oblasti působnosti článků 35 a 36 nařízení (EU) č. 600/2014 o trzích finančních nástrojů

1. ÚVOD

V této zprávě Evropskému parlamentu a Radě (dále jen „**zpráva**“) se předkládá posouzení potřeby dočasně vyloučit deriváty obchodované v obchodním systému z oblasti působnosti článků 35 a 36 nařízení (EU) č. 600/2014 o trzích finančních nástrojů (dále jen „**nařízení MiFIR**“). Podle čl. 52 odst. 12 má Evropská komise předložit Evropskému parlamentu a Radě zprávu o potřebě dočasně vyloučit deriváty obchodované v obchodním systému z působnosti ustanovení o nediskriminačním přístupu k ústředním protistranám a obchodním systémům podle článků 35 a 36 nařízení MiFIR na dobu nejvýše třiceti měsíců počínaje 3. lednem 2018.

V čl. 52 odst. 12 nařízení MiFIR se stanoví, že Evropská komise by měla vypracovat svou zprávu na základě posouzení rizik provedeném Evropským orgánem pro cenné papíry a trhy (dále jen „**orgán ESMA**“) po konzultaci s Evropskou radou pro systémová rizika (dále jen „**rada ESRB**“) a zohlednit rizika, která vyplývají z ustanovení o otevřeném a nediskriminačním přístupu týkajících se derivátů obchodovaných v obchodním systému, pro celkovou stabilitu a řádné fungování finančních trhů v celé Unii. Dne XX. července 2015 Komise požádala orgán ESMA ve spolupráci s radou ESRB o provedení takového posouzení rizik. Orgán ESMA předložil své posouzení rizik¹ dne 31. března 2016; toto posouzení rizik vychází ze stanoviska rady ESRB zveřejněného dne 9. února 2016².

Komise požádala orgán ESMA, aby ve svém posouzení rizik: i) určil potenciální rizikové faktory a posoudil jejich pravděpodobnost, jakož i rozsah škodlivých účinků na finanční systémy, ii) posoudil existenci systémového rizika na základě rizikových faktorů, které lze považovat za specifické z hlediska dohod o přístupu podle nařízení MiFIR, a iii) zahrnul podrobnou kvalitativní a kvantitativní analýzu na podporu svých argumentů.

¹ ESMA, *Risk Assessment on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 MiFIR* (Posouzení rizik spojených s dočasným vyloučením derivátů obchodovaných v obchodním systému z působnosti článků 35 a 36 nařízení MiFIR), 4. dubna 2016, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-461_etd_final_report.pdf.

² ESRB response to ESMA on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 of MiFIR (Odpověď rady ESRB orgánu ESMA k otázce dočasného vyloučení derivátů obchodovaných v obchodním systému z působnosti článků 35 a 35 nařízení MiFIR), 9. února 2016, https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/160210_ESRB_response.pdf?b34727f97ef6c1ef3a9fd58f3d67035e.

Komise konstatuje, že vzhledem k neexistenci údajů o uplatňování dohod o přístupu ve vztahu k derivátům obchodovaným v obchodním systému podle nařízení MiFIR nemohl orgán ESMA provést kvantitativní posouzení, jak Komise požadovala.

2. ROZSAH ZPRÁVY

Stejně, jako je tomu v nařízení (EU) č. 648/2012 (nařízení EMIR) pro OTC deriváty, stanoví i nařízení MiFIR povinnost clearingů derivátů obchodovaných v obchodním systému³ a stanoví také nediskriminační a transparentní přístup k ústředním protistranám a obchodním systémům ve vztahu k převoditelným cenným papírům, nástrojům peněžního trhu a derivátům obchodovaným v obchodním systému.

Nařízení EMIR definuje OTC derivát jako derivátovou smlouvu, jež nebyla uzavřena na regulovaném trhu ani na trhu třetí země, který je považován za rovnocenný regulovanému trhu⁴. Naproti tomu nařízení MiFIR definuje deriváty obchodované v obchodním systému⁵ jako „derivát, který je obchodován na regulovaném trhu nebo na trhu třetí země, který je považován za rovnocenný regulovanému trhu“ a jako takový nespadá do definice OTC derivátu, jak je definován v nařízení EMIR.

A tedy, pokud ustanovení nařízení MiFIR o otevřeném a nediskriminačním přístupu platí alespoň pro deriváty obchodované na regulovaném trhu, ustanovení nařízení EMIR o otevřeném přístupu platí pouze pro deriváty obchodované mimo burzu, včetně derivátů obchodovaných v mnohostranných obchodních systémech nebo v organizovaných obchodních systémech za předpokladu, že nejsou jinak obchodovány na regulovaném trhu ani na trhu třetí země, který je považován za rovnocenný regulovanému trhu.

V souladu s čl. 52 odst. 12 nařízení MiFIR tato zpráva zahrnuje pouze deriváty obchodované v obchodním systému, a tedy nezahrnuje převoditelné cenné papíry, nástroje peněžního trhu a OTC deriváty.

3. USTANOVENÍ O NEDISKRIMINAČNÍM PŘÍSTUPU V NAŘÍZENÍ MiFIR

Cílem ustanovení o nediskriminačním přístupu je posílit hospodářskou soutěž mezi obchodními systémy a ústředními protistranami a v konečném důsledku snížit náklady pro koncové investory tím, že se zamezí případným diskriminačním praktikám na úrovni ústředních protistran i na úrovni obchodních systémů.

Článek 35 nařízení MiFIR stanoví, že ústřední protistrana musí poskytnout obchodním systémům přístup k provedení clearingů obchodů nediskriminačním a transparentním způsobem, a to bez ohledu na obchodní místo, ve kterém je obchod proveden. Cílem otevřeného a nediskriminačního přístupu v této souvislosti je zajistit obchodnímu systému právo na nediskriminační zacházení z hlediska toho, jak je zacházeno se smlouvami obchodovanými na této platformě, pokud jde o i) požadavky na kolaterál a vzájemné započtení ekonomicky rovnocenných smluv a ii) vázané zajištění se souvisejícími smlouvami,

³ Ustanovení čl. 29 odst. 1 nařízení MiFIR.

⁴ Ustanovení čl. 2 bodu 7 nařízení EMIR.

⁵ Ustanovení čl. 2 bodu. 32 nařízení MiFIR.

jejichž clearing provádí tatáž ústřední protistrana. To by mělo poskytnout obchodním systémům možnost rozhodnout se, která ústřední protistrana může (které ústřední protistrany mohou) provádět clearing obchodů skutečných na jejich platformách.

Souběžně s tím článek 36 nařízení MiFIR stanoví, že obchodní systém musí na požádání poskytnout ústředním protistranám, které si přejí provést clearing obchodů uzavíraných v tomto obchodním systému, přístup k údajům o obchodech nediskriminačním a transparentním způsobem.

Nařízení MiFIR však počítalo s tím, že za určitých okolností může otevřený přístup k ústředním protistranám a obchodním systémům zvýšit rizika a může mít potenciální nevýhody, jež by mohly převážet cíle politiky spočívající v posílení hospodářské soutěže. V této souvislosti články 35 a 36 nařízení MiFIR stanoví podmínky, za kterých může být přístup odepřen. Příslušné orgány ústřední protistrany a obchodního systému tak mohou zamítnout přístup ke konkrétní ústřední protistraně nebo konkrétnímu obchodnímu systému, pokud by poskytnutí přístupu i) ohrozilo hladké a řádné fungování trhu, zejména z důvodu roztržité likvidity, nebo by nepříznivě ovlivnilo systémové riziko, nebo ii) by vyžadovalo dohodu o interoperabilitě (pro deriváty obchodované v obchodním systému), vyjma případů, kdy by obchodní systém a zúčastněné ústřední protistrany s touto dohodou souhlasily a pokud by rizika vyplývající z této dohody byla zajištěna u třetí strany⁶. Ústřední protistrany a obchodní systémy dále mohou odepřít přístup v případě, že vytváří významná nepřiměřená rizika, která se vymykají řízení vzhledem k předpokládanému objemu obchodů, provoznímu riziku a složitosti i vzhledem k jiným faktorům vytvářejícím významná nepřiměřená rizika⁷.

Tyto podmínky jsou podrobně popsány v regulační technické normě o přístupu ke clearingmu prostřednictvím obchodních systémů a ústředních protistran⁸, která rovněž obsahuje podmínky, za kterých lze přístup povolit, oznamovací postupy a jiné požadavky⁹. Technická norma zejména dále upřesňuje různé typy rizik, založené buď na předpokládaném objemu obchodů, provozních rizicích a složitosti, nebo na jiných faktorech vytvářejících významná nepřiměřená rizika (např. nový produkt, ohrožení ekonomické životaschopnosti ústřední protistrany nebo obchodního systému, právní riziko nebo neslučitelnost pravidel obchodování s pravidly clearingmu).

Nařízení MiFIR kromě toho zavádí zvláštní ustanovení, podle nichž je třeba náležitě zohlednit složitost derivátů obchodovaných v obchodním systému a z toho plynoucí úkoly, s nimiž může být spojen otevřený a nediskriminační přístup. Deriváty obchodované v obchodním systému jsou složité především v důsledku své dlouhé splatnosti a pákových efektů.

V případě derivátů obchodovaných v obchodním systému musí obchodní systém nebo ústřední protistrana poskytnout písemnou odpověď do šesti měsíců, a nikoli do tří měsíců, jak

⁶ Ustanovení čl. 35 odst. 1 a 4 a čl. 36 odst. 4 nařízení MiFIR.

⁷ Ustanovení čl. 35 odst. 6 písm. a) a čl. 36 odst. 6 písm. a) nařízení MiFIR.

⁸ Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/581 ze dne 24. června 2016, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014, pokud jde o regulační technické normy týkající se přístupu ke clearingmu prostřednictvím obchodních systémů a ústředních protistran.

⁹ Viz mandát orgánu ESMA vypracovávat návrhy regulačních technických norem podle čl. 35 odst. 6 a čl. 36 odst. 6.

je tomu u jiných finančních nástrojů, a musí umožnit přístup do tří měsíců od poskytnutí kladné odpovědi na žádost o přístup. Pokud příslušný orgán, obchodní systém nebo ústřední protistrana udělení přístupu zamítnou, musí své rozhodnutí podrobně zdůvodnit a informovat o něm dotčené příslušné orgány.

Nařízení MiFIR rovněž stanoví přechodná opatření pro obchodní systémy nabízející obchodování s deriváty obchodovanými v obchodním systému s roční pomyslnou obchodovanou částkou nižší než 1 bilion EUR¹⁰, které se mohou vyvázat z ustanovení o otevřeném a nediskriminačním přístupu na dobu třiceti měsíců (a za určitých podmínek až na dobu šedesáti měsíců¹¹) od data použitelnosti nařízení MiFIR.

Podle čl. 52 odst. 12 nařízení MiFIR a na základě závěrů této zprávy pak Komise může na základě posouzení rizik provedeného orgánem ESMA po konzultaci s radou ESRB rozhodnout o vyloučení derivátů obchodovaných v obchodním systému z oblasti působnosti článků 35 a 36 nařízení MiFIR, a to nejvýše na dobu 30 měsíců. Ustanovení čl. 54 odst. 2 nařízení MiFIR dále stanoví, že v případě, že se Komise rozhodne dočasně nevyloučit deriváty obchodované v obchodním systému z oblasti působnosti článků 35 a 36 nařízení MiFIR, mohou ústřední protistrana nebo obchodní systém podat svému příslušnému orgánu žádost o povolení k využití přechodných opatření. Příslušný orgán může posoudit riziko vyplývající z uplatnění otevřeného a nediskriminačního přístupu, pokud jde o deriváty obchodované v obchodním systému, pro řádné fungování dané ústřední protistrany nebo obchodního systému a může rozhodnout, že daná ústřední protistrana nebo obchodní systém budou od povinnosti poskytnout přístup osvobozeny, a to po přechodné období trvající do 3. července 2020.

4. STRUKTURA TRHU S DERIVÁTY OBCHODOVANÝMI V OBCHODNÍM SYSTÉMU

Je třeba uvést, že posouzení rizik provedené orgánem ESMA bylo zveřejněno v dubnu 2016, ve velmi rané fázi nebo ještě před prováděním nových regulačních požadavků, jejichž cílem je zajistit, aby se i) obchodování s likvidními a standardizovanými deriváty provádělo pokud možno v obchodních systémech a aby se ii) clearing příslušných OTC derivátů a derivátů obchodovaných v obchodním systému prováděl centrálně s cílem snížit systémové riziko.

Orgán ESMA spolu s radou ESRB se domnívají, že lze očekávat, že zavedení povinnosti podle článku 28 nařízení MiFIR obchodovat s OTC deriváty, jež splňují určité podmínky, v obchodním systému zvýší počet derivátů obchodovaných v obchodním systému¹² včetně regulovaných trhů. Deriváty uvedené na regulované trhy budou proto považovány za deriváty obchodované v obchodním systému, a bude se na ně tudíž vztahovat povinnost provádět

¹⁰ Ustanovení čl. 36 odst. 5 nařízení MiFIR.

¹¹ Podle čl. 36 odst. 5 nařízení MiFIR obchodní systém, který během prvních třiceti měsíců uplatňování této výjimky i nadále nedosáhne v obchodování s deriváty obchodovanými v obchodním systému prahové hodnoty roční pomyslné částky 1 bilionu EUR, může využít další třicetiměsíční výjimku.

¹² Povinnost obchodování uvedená v článku 28 nařízení MiFIR se považuje za splněnou, jestliže se obchod uskuteční na regulovaném trhu, ale i v mnohostranných obchodních systémech nebo v organizovaných obchodních systémech.

clearing derivátů obchodovaných v obchodním systému prostřednictvím ústřední protistrany v souladu s článkem 29 nařízení MiFIR.

Podle zjištění orgánu ESMA se na evropském trhu s deriváty obchoduje hlavně s OTC deriváty. Ke konci června 2016 velikost trhu s deriváty obchodovanými v obchodním systému v celosvětovém měřítku představovala o něco víc než 10 % světového trhu s deriváty, který samotný zaznamenává od roku 2008 sestupný trend¹³. Pokud jde o nevypořádané pomyslné hodnoty, sestává trh s deriváty obchodovanými v obchodním systému hlavně z úrokových derivátů, které se dělí z 60 % na opce a ze 40 % na futures.

Posouzení rizik provedené orgánem ESMA rovněž poukazuje na setrvalost významného poklesu v procentním podílu nesplacených pomyslných hodnot derivátů obchodovaných v obchodním systému v posledních letech, s postupným přechodem na nástroje s delší splatností.

Orgán ESMA dále popisuje evropský trh s deriváty obchodovanými v obchodním systému jako vysoce koncentrovaný na úrovni obchodování i na úrovni clearingů, v kombinaci s vertikálně integrovanou infrastrukturou trhu, kde dominující obchodní struktury a struktury clearingů jsou součástí týchž integrovaných skupin. V roce 2014 největší ústřední protistrana, pokud jde o počet obchodů s deriváty obchodovanými v obchodním systému, u kterých byl proveden clearing, měla na trhu podíl 58 % a tři největší měly společně podíl na trhu 90 %. O zbývající podíly na trhu se dělí několik malých aktérů.

Při posouzení struktury trhu podle tříd aktiv dospěl orgán ESMA k závěru, že trh je ještě více koncentrovaný, přičemž na jednu burzu připadá 70 % akciových derivátů obchodovaných v obchodním systému a na jinou připadá přibližně 80 % dluhopisových derivátů obchodovaných v obchodním systému, to vše v hodnotovém vyjádření uskutečněných obchodů.

U komoditních derivátů obchodovaných v obchodním systému – s výjimkou energetických derivátů obchodovaných v obchodním systému – je situace poněkud odlišná, jelikož trh s komoditními deriváty obchodovanými v obchodním systému se vyznačuje vysokou mírou specializace a malým přesahem mezi obchodními systémy a ústředními protistranami.

Souběžně s tím na trhu s OTC deriváty probíhající zavádění povinnosti clearingů podle nařízení EMIR již vede a i v budoucnosti povede k tomu, že clearing významné části OTC derivátů obchodovaných podle derivátových smluv přejde na ústřední protistrany. Na základě regulačních technických norem zaváděných orgánem ESMA podle nařízení EMIR již Evropská komise přijala akty v přenesené pravomoci na podporu clearingů úrokových derivátů (denominovaných v UR, GBP, JPY, USD, NOK, PLN a SEK) a swapů úvěrového selhání založených na indexu denominovaných v EUR¹⁴ ústřední protistranou, což vedlo

¹³ Viz Banka pro mezinárodní platby, Triennial Central Bank Survey – OTC derivatives positions at end-June 2016 (Třiletý průzkum mezi centrálními bankami – pozice OTC derivátů na konci června 2016), tabulka 1, Měnové a hospodářské oddělení, 11. prosinec 2016, http://www.bis.org/publ/otc_hy1612/triensurvstatannex.pdf

¹⁴ Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2015/2205 ze dne 6. srpna 2015, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012, pokud jde o regulační technické normy pro povinnost clearingů; nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/592 ze dne 1. března 2016, kterým se doplňuje

k tomu, že clearingů nyní podléhá přibližně 70 % trhu s OTC deriváty v těchto třídách¹⁵. Mělo by být rovněž poukázáno na to, že ačkoliv nabídka clearingů je velmi koncentrovaná, clearingové služby pro úrokové deriváty nabízí šest různých ústředních protistran.

Komise bere v úvahu, že i) hlavní podíl na trhu s deriváty obchodovanými v obchodním systému mají úrokové deriváty, ii) povinnost obchodování podle nařízení MiFIR by mohla začlenit do definice derivátů obchodovaných v obchodním systému část úrokových derivátů, iii) clearingové povinnosti podle nařízení EMIR jsou na úrokové deriváty již použitelné a iv) nehledě na koncentraci trhu je trh s úrokovými deriváty rozdělen mezi šest různých ústředních protistran. Komise proto souhlasí se závěrem orgánu ESMA, že úrokový derivát není nejvhodnější třídou aktiv při posuzování důsledků provádění ustanovení o otevřeném a nediskriminačním přístupu pro deriváty obchodované v obchodním systému.

5. POSOUZENÍ RIZIK V SOUVISLOSTI S USTANOVENÍMI O OTEVŘENÉM A NEDISKRIMINAČNÍM PŘÍSTUPU VE VZTAHU K DERIVÁTŮM OBCHODOVANÝM V OBCHODNÍM SYSTÉMU

I když ustanovení o otevřeném přístupu podle nařízení MiFIR nejsou dosud prováděna, orgán ESMA uvádí, že některé ústřední protistrany a obchodní systémy v EHP již vypracovaly dohody o přístupu ve vztahu k derivátům obchodovaným v obchodním systému nebo k OTC derivátům a úspěšně tyto dohody používají¹⁶. Orgán ESMA je toho názoru, že dohody o přístupu uplatňované podle ustanovení nařízení EMIR prostřednictvím infrastruktury trhu¹⁷ nevedly až dosud ke vzniku zjevného systémového rizika. A to i přesto, že OTC deriváty jsou zpravidla méně standardizované a jsou složitější než deriváty obchodované v obchodním systému.

V souladu s posouzením rizik provedeným orgánem ESMA je však Evropská komise toho názoru, že stávající dohody o přístupu ve vztahu k derivátům obchodovaným v obchodním systému mohou přesto v zásadě vytvářet rizika, jež by mohla ohrozit hladké a řádné fungování trhů nebo by mohla nepříznivě ovlivnit systémové riziko.

Z tohoto pohledu a s ohledem na posouzení makroobezřetnostního rizika, jež provedla rada ESRB, poukazuje orgán ESMA na existenci řady potenciálních rizik, jež by mohla vyplýnout z plnění ustanovení nařízení MiFIR o otevřeném a nediskriminačním přístupu ve vztahu k derivátům obchodovaným v obchodním systému.

nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012, pokud jde o regulační technické normy pro povinnost clearingů; nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/1178 ze dne 10. června 2016, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012, pokud jde o regulační technické normy pro povinnost clearingů.

¹⁵ Postupné zavádění začalo dne 21. června 2016; viz ESMA, *Risk Assessment on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 MiFIR* (Posouzení rizik spojených s dočasným vyloučením derivátů obchodovaných v obchodním systému z působnosti článků 35 a 36 nařízení MiFIR), 4. dubna 2016, obrázek 11, s. 10.

¹⁶ Viz ESMA, *Risk Assessment on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 MiFIR* (Posouzení rizik spojených s dočasným vyloučením derivátů obchodovaných v obchodním systému z působnosti článků 35 a 36 nařízení MiFIR), 4. dubna 2016, tabulka 2, s. 16.

¹⁷ Ustanovení článků 7 a 8 nařízení EMIR.

5.1 Riziko vyplývající z otevřeného a nediskriminačního přístupu na úrovni ústřední protistrany

Otevřený a nediskriminační přístup k ústředním protistranám zajistí, že obchodní systémy budou moci provádět clearing svých obchodů v ústřední protistraně dle svého výběru. To je zvláště důležité na pozadí očekávaného plnění povinnosti obchodování, v jejímž důsledku se na mnohé OTC deriváty začnou vztahovat ustanovení nařízení MiFIR o otevřeném a nediskriminačním přístupu, což by mohlo být provázeno příchodem nových obchodních systémů bez přístupu k vertikálně integrovaným ústředním protistranám. Jak popsal orgán ESMA ve svém posouzení rizik, náklady na obchodování a náklady na clearing navzájem úzce souvisejí. Náklady na obchodování v obchodním systému posuzují účastníci trhu spolu se souvisejícími náklady na clearing. Obchodní systém nemůže být konkurenceschopný, pokud nemůže umožnit přístup k atraktivním nákladům na clearing. Bez těchto ustanovení by bylo novým a vertikálně neintegrováním obchodním systémům bráněno ve vstupu na trh, a nemohly by tak podporovat více konkurenční a méně koncentrovaný trh.

Riziko koncentrace

S ohledem na tyto cíle Komise sdílí názory orgánu ESMA, že jedním z hlavních rizik spojených s ustanoveními o otevřeném a nediskriminačním přístupu ve vztahu k derivátům obchodovaným v obchodním systému je nové riziko koncentrace („selhání v jediném místě“). Podle tohoto rizikového scénáře by možnost pro obchodní systémy zvolit si svou ústřední protistranu mohla vést k situaci, kdy se nejatraktivnější ústřední protistrana pro jeden konkrétní derivát obchodovaný v obchodním systému nebo pro jednu třídu aktiv stane jediným místem centrálního clearing. Tato situace by mohla vzniknout i v případě, že by se účastníci trhu ve snaze co nejvíce zvýšit efektivnost vzájemného započtení a snížit požadavky na kolaterál rozhodli pro jedinou (největší) ústřední protistranu.

Vzhledem ke konkurenci a ke struktuře a dynamice trhu však není tento scénář pravděpodobný. Orgán ESMA zejména uvádí, že od takového významného přesunu clearing na jedinou ústřední protistranu by odrazovalo riziko, že tato ústřední protistrana by pravděpodobně všem členům svého clearingového systému zvýšila poplatky za clearing do takové výše, že by již nebyla pro protistrany atraktivní. Vysoká míra koncentrace by navíc vystavila finanční systém hrozbě selhání v jediném místě („single point of failure“) s potenciálními systémovými důsledky a situaci, kdy by účastníci trhu nemohli v případě selhání efektivně přesunout své pozice na jinou ústřední protistranu.

Komise se rovněž shoduje se zjištěními rady ESRB a orgánu ESMA, že clearingový trh v EU je již vysoce koncentrovaný a clearing některých derivátů obchodovaných v obchodním systému nebo některých tříd aktiv se provádí výlučně nebo převážně v jedné ústřední protistraně. Lze dokonce očekávat, že nezávisle na provádění ustanovení o otevřeném a nediskriminačním přístupu by koncentrace mohla v budoucnu ještě zesílit v důsledku

„...,přirozeného“ *komerčního růstu obchodů dané ústřední protistrany, pokud její služby budou úspěšně splňovat očekávání účastníků trhu*“¹⁸.

Na druhé straně by bylo možno argumentovat tím, že stávající koncentraci lze vysvětlit existujícími překážkami pro vstup nových subjektů na trh, jež mají pravidla pro otevřený a nediskriminační přístup zmenšit. Ve skutečnosti, pokud ústřední protistrany mohou na základě ustanovení o otevřeném a nediskriminačním přístupu v nařízení MiFIR žádat o přístup k obchodnímu systému, snižuje to překážky bránící vstupu nových ústředních protistran na trh.

Komise konstatuje, že nařízení EMIR a MiFIR poskytují záruky, jež umožňují toto riziko koncentrace řešit. Zaprvé, ústřední protistrany jsou regulovány dotčenými příslušnými orgány podle nařízení EMIR, jež stanoví organizační chování podniků, obezřetnostní normy a makrobezpečnostní pravidla pro ústřední protistrany. Zadruhé, nařízení MiFIR dává příslušným orgánům pravomoc zamítnout přístup k ústřední protistraně, pokud by to ohrozilo hladké a řádné fungování trhů nebo by to nepříznivě ovlivnilo systémové riziko nebo by to vyžadovalo uzavření dohody o interoperabilitě.

Provozní riziko

Jinou důležitou skupinou rizik jsou nepřiměřená rizika, která se na základě předpokládaného objemu obchodů daného obchodního systému, provozního rizika a složitosti, jakož i jiných faktorů vytvářejících významná nepřiměřená rizika vymykají řešení ústřední protistranou¹⁹. Orgán ESMA se domnívá, že tato rizika by potenciálně mohla zvýšit systémové riziko tím, že by měla dopad na členy clearingového systému jiných ústředních protistran.

V této souvislosti, souběžně s požadavky hlavy IV nařízení EMIR na organizaci, chování podniků a obezřetnostní požadavky, nařízení MiFIR umožňuje ústředním protistranám přístup odepřít, pokud po vynaložení přiměřeného úsilí v oblasti řízení takových rizik ústřední protistrana dojde k závěru, že existují významná nepřiměřená rizika, jež se řízení vymykají²⁰.

S ohledem na výše uvedené úvahy má Komise za to, že ustanovení o otevřeném a nediskriminačním přístupu k ústřední protistraně ve vztahu k derivátům obchodovaným v obchodním systému podle nařízení MiFIR pravděpodobně budou mít na trh celkově pozitivní dopad. A pokud potenciální rizika vyplývající z těchto ustanovení nelze ignorovat, je Komise toho názoru, že nařízení MiFIR a EMIR již zavádí silná ochranná opatření, aby zmírnila nepřiměřená provozní rizika pro ústřední protistrany nebo zvýšené systémové riziko.

¹⁸ ESRB response to ESMA on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 of MiFIR (Odpověď rady ESRB orgánu ESMA k otázce dočasného vyloučení derivátů obchodovaných v obchodním systému z působnosti článků 35 a 35 nařízení MiFIR), 9. února 2016, s. 4.

¹⁹ Ustanovení čl. 35 odst. 6 písm. a) nařízení MiFIR.

²⁰ Oddíl 1 články 1 až 4 nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/581 ze dne 24. června 2016, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014, pokud jde o regulační technické normy týkající se přístupu ke clearingům prostřednictvím obchodních systémů a ústředních protistran.

5.2 Riziko vyplývající z otevřeného a nediskriminačního přístupu na úrovni obchodních systémů

Otevřený a nediskriminační přístup k obchodním systémům umožňuje ústředním protistranám provést clearing obchodů uzavíraných v obchodních systémech, jež si zvolí. Cílem tohoto ustanovení je kromě podpory konkurenčnějšího prostředí poskytnout obchodujícím členům obchodního systému možnost zvolit si ústřední protistranu, ve které chtějí provádět clearing svých obchodů, a to i pokud jsou daná ústřední protistrana a obchodní systém vertikálně integrovány v téže skupině.

To může být obzvláště prospěšné pro účastníky trhu, kteří si přejí co nejvíce zvýšit efektivnost vzájemného započtení a snížit požadavky na kolaterál napříč svými pozicemi v různých obchodních systémech.

Z hlediska finanční stability Komise rovněž sdílí názory orgánu ESMA a rady ESRB, že prostředí s více ústředními protistranami přispívá ke snížení systémového rizika tím, že posiluje jejich udržitelnost v případě selhání. Je-li jedna ústřední protistrana napojená na daný obchodní systém v tísní, byly by ostatní ústřední protistrany napojené na tento obchodní systém schopny v clearing u jeho obchodů pokračovat.

Rizika v souvislosti s dohodami o interoperabilitě

V článku 2 nařízení EMIR je dohoda o interoperabilitě definována jako dohoda mezi dvěma nebo více ústředními protistranami, která zahrnuje provádění obchodů mezi systémy. Cílem takových dohod je zajistit, aby dvě nebo více ústředních protistran mohly čelit rizikům, kterým jsou vystaveny v důsledku procesu, kdy vzájemně započítávají obchody účastníků svého clearingového systému napříč spojenými ústředními protistranami.

Kdyby dohoda o interoperabilitě neexistovala, členové držící pozice u různých ústředních protistran by byli postiženi neefektivním vzájemným započtením, vyšší potřebou kolaterálu a roztržitostí likvidity. To by snížilo zájem účastníků trhu působit v prostředí s více ústředními protistranami. Z hlediska systémového rizika zpráva orgánu ESMA zdůrazňuje, že takový scénář by mimoto nepříznivě posílil procykličnost.

Pokud by různé protistrany napojené na obchodní systém používaly dohody o interoperabilitě, většina výše popsanych rizik by zmizela, avšak Komise bere v úvahu značné znepokojení rady ESRB, pokud jde o riziko spojené s potenciálním znásobením takových dohod o interoperabilitě s uplatňováním otevřeného a nediskriminačního přístupu k derivátům obchodovaným v obchodním systému. Dohody o interoperabilitě lze ovšem podle nařízení EMIR uplatnit pouze na převoditelné cenné papíry a na nástroje peněžního trhu. Orgán ESMA a rada ESRB dále varují, že jejich používání v souvislosti s deriváty obchodovanými v obchodním systému by mohlo vnést značnou míru složitosti a rizika spojeného s vlastnostmi derivátů a mohlo by mít nepříznivé důsledky pro celkové řízení provozních rizik na úrovni ústředních protistran.

Komise však zastává názor, že nařízení MiFIR zavádí záruky, jež mají zajistit, aby tato rizika byla náležitě zmírněna. Zaprvé, podle čl. 36 odst. 4 písm. a) musí příslušné orgány odeprít

přístup k ústřední protistraně, pokud by pro přístup bylo nezbytné uzavřít takovou dohodu o interoperabilitě. Dohoda o interoperabilitě by tak mohla být uzavřena pouze mezi různými protistranami obchodování a obchodním systémem, který s tím vyslovil souhlas. Zadržet, pokud by dohoda o interoperabilitě měla ohrozit hladké a řádné fungování trhu, musí příslušné orgány přesto přístup k tomuto obchodnímu systému odepřít.

Provozní riziko

Provozní rizika vyplývající ze složitosti předpokládaného objemu obchodů i z jiných faktorů vytvářejících významná nepřiměřená rizika, jsou v nařízení MiFIR rovněž předvídána.

V takovém případě může obchodní systém podle čl. 36 odst. 6 nařízení MiFIR a v souladu s ustanoveními podrobně popsány v regulačních technických normách týkajících se přístupu ke clearingů prostřednictvím obchodních systémů a ústředních protistran²¹ přístup zamítnout.

6. ZÁVĚRY

Komise konstatuje, že ustanovení nařízení EMIR o otevřeném a nediskriminačním přístupu se již vztahují na OTC deriváty, převoditelné cenné papíry a nástroje peněžního trhu bez dočasných výjimek. V návaznosti na posouzení provedené orgánem ESMA se jeví, že tato ustanovení o přístupu nevyvolala žádné zjevné systémové riziko. V této souvislosti je třeba uvést, že OTC deriváty jsou zpravidla méně standardizované a jsou složitější než deriváty obchodované v obchodním systému. V důsledku toho lze očekávat, že provádění ustanovení nařízení MiFIR o otevřeném a nediskriminačním přístupu ve vztahu k derivátům obchodovaným v obchodních systémech nemusí vést k větší složitosti než v případě OTC derivátů.

Uplatňování otevřeného a nediskriminačního přístupu ve vztahu k derivátům obchodovaným v obchodním systému podle nařízení MiFIR by nicméně mohlo zvýšit rizika, jež by potenciálně mohla ohrozit hladké a řádné fungování trhů nebo by mohla nepříznivě ovlivnit systémové riziko. Konkrétněji tato zpráva poukazuje na některá potenciální rizika, a zejména na rizika v souvislosti s i) koncentrací obchodních a clearingových činností ve vertikálně integrovaných skupinách a v souvislosti s ii) potenciálním znásobením dohod o interoperabilitě, jež by značně zvýšily míru složitosti v rámci celkového řízení rizik u interoperabilních ústředních protistran.

Po prozkoumání těchto rizik je Komise toho názoru, že současný regulační rámec v nařízeních MiFIR a EMIR zjištěná potenciální rizika přiměřeně řeší. Kromě jejich regulace dotčenými příslušnými orgány nařízení EMIR stanoví organizační chování podniků, obezřetnostní normy a makroobezřetnostní pravidla pro ústřední protistrany. Souběžně s tím nařízení MiFIR umožňuje ústředním protistranám, obchodním systémům a příslušným orgánům odepřít přístup k příslušné infrastruktuře, jak je podrobně popsáno v regulační

²¹ Oddíl 2 články 5 až 8 nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/581 ze dne 24. června 2016, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014, pokud jde o regulační technické normy týkající se přístupu ke clearingů prostřednictvím obchodních systémů a ústředních protistran.

technické normě týkající se přístupu ke clearingů prostřednictvím obchodních systémů a ústředních protistran, pokud by byly ústřední protistrana, obchodní systém nebo trh potenciálně vystaveny riziku.

Na základě toho Komise dospěla k závěru, že deriváty obchodované v obchodním systému není nutné dočasně vyloučit z oblasti působnosti článků 35 a 36 nařízení MiFIR.