Univerzita Karlova v Praze
Právnická fakulta

Nová regulace EMIR

Studentská vědecká a odborná činnost

Kategorie: magisterské studium

Autor: Veronika Jirková
Konzultant: JUDr. Ing. Lenka Jurošková, Ph.D.

rok odevzdání: 2014
ročník SVOČ: VII.

Čestné prohlášení a souhlas s publikací práce

Prohlašuji, že jsem práci předkládanou do VII. ročníku Studentské vědecké a odborné činnosti (SVOČ) vypracovala samostatně za použití literatury a zdrojů v ní uvedených. Dále prohlašuji, že práce nebyla ani jako celek, ani z podstatné části dříve publikována, obhájena jako součást bakalářské, diplomové, rigorózní nebo jiné studentské kvalifikační práce a nebyla přihlášena do předchozích ročníků SVOČ či jiné soutěže.

Souhlasím s užitím této práce rozšiřováním, rozmnožováním a sdělováním veřejnosti v neomezeném rozsahu pro účely publikace a prezentace PF UK, včetně užití třetími osobami.

V Praze dne 14. dubna 2014

…….……

Veronika Jirková

Obsah

Úvod 4
EMIR – vznik a obsah 5
Úvodní informace 5
ESFS, ESRB, ESMA 5
Cíle 7
Působnost 7
Věcná působnost 7
Místní působnost 7
Časová působnost 8
Osobní působnost 8
Nástroje 11
Clearing OTC derivátových smluv 11
Zmírňování rizika pro OTC derivátové smlouvy, u nichž se neprovádí clearing 15
Oznamovací povinnost 17
EMIR – zhodnocení a dopady 19
Malé porovnání – EMIR a Dodd-Frank Act 19
Shodné rysy 19
Rozdíly 19
Zhodnocení a problematické aspekty 19
Rozsah právní úpravy 19
Vznik pravidel a informovanost adresátů norem 20
Rozsah působnosti 20
Cíle a jejich naplnění 21
Budoucnost právní úpravy 21
Dopady nařízení EMIR 21
Závěr 23
Přílohy 24
Zdroje 26

Úvod

Regulace finančních trhů by se dala označit za věčné téma. Vášnivé diskuze o zásazích států (a jiných entit) do fungování finančního systému, základního nástroje rozdělování a alokace zdrojů, rozvířilo v poslední době nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 ze dne 4. července 2012, o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů – pro složitost názvu zkracované na „EMIR“. Toto nařízení je součástí snahy o prevenci finančních krizí, jako byla ta v roce 2008.

První část této práce se bude zabývat popisem samotného nařízení – jeho cíli, nástroji, subjekty atd. – a bude vycházet zejména ze samotného nařízení a právních předpisů, které se k němu vztahují.

Ve druhé části práce bych chtěla provést hodnocení dopadů nařízení, a to jak v krátkodobém horizontu (jeho praktická aplikace), tak v horizontu dlouhodobějším (pravděpodobné dopady nařízení, možná budoucnost regulace OTC trhů). Nabídnu také malé porovnání s novou regulací těchto trhů v USA (Dodd-Frank Act).

Strukturu této práce proto budou tedy tvořit 2 části: popisná část o nařízení EMIR jako takovém a část hodnotící.

Vzhledem k nedostatku odborné literatury na dané téma čerpá práce – kromě právních předpisů – zejména z publikací o trzích s deriváty a finanční krizi r. 2008.

EMIR – vznik a obsah

Úvodní informace

Plným názvem „nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 ze dne 4. července 2012, o OTC[1] derivátech[2], ústředních protistranách a registrech obchodních údajů, publikované v Úředním věstníku částky L 201 na stranách 1 – 59 dne 27. července 2012“ začalo platit dne 16. srpna 2012.

V současné době se nařízení sestává z 95 článků, připojeny jsou dvě přílohy (obě se týkají ukládání pokut registrům obchodních údajů za porušení povinností z nařízení vyplývajících). Strukturováno je do devíti hlav, z nichž jedna je obecná, druhá upravuje individuální povinnosti účastníků trhu, třetí a čtvrtá se zabývají ústředními protistranami, pátá řeší dohody o interoperabilitě, šestá a sedmá registry obchodních údajů a osmá s devátou společná, přechodná a závěrečná ustanovení. Dále se k němu vztahuje několik nařízení Komise v přenesené pravomoci (ke dni 15. dubna 2014 celkem 7 s čísly v Úředním věstníku 148/2013 až 153/2013 a 285/2014) a prováděcí nařízení Komise (ke stejnému dni 3 s čísly v Úředním věstníku 1247/2012 až 1249/2012). Seznam prováděcích předpisů je uveden v příloze č. 1.

ESFS, ESRB, ESMA

Po vypuknutí finanční krize roku 2008 byla na evropské úrovni sestavena expertní skupina pod vedením Jacquese de Larosièra, jejímž úkolem bylo navrhnout Komisi vhodná dohledová doporučení. Navržená doporučení, publikovaná 25. února 2009, zahrnují zejména zvýšení koordinace mezi vnitrostátními dohledovými orgány a vytvoření Evropského systému orgánů finančního dohledu.[3]

1 OTC trhy jsou ve smyslu EMIR všechny neregulované trhy – čl. 2 odst. 7 EMIR

2 *Deriváty rozumíme odvozené investiční instrumenty. Jsou založeny na závazkovém právním vztahu – smlouvě, která dává straně právo či povinnost v budoucnu koupit nebo prodat tzv. podkladové aktivum (klasický investiční instrument – např. akcie, dluhopisy, ale též komodity apod.). Smlouvy o koupi či prodeji podkladového aktiva se označují jako termínované kontrakty, pro něž je typické vypořádání v budoucnu, liší se tak od obchodů promptních (spotových). Kurzy derivátů jsou potom závislé na ceně svých podkladových aktiv, tj. očekávaných promptních cenách.*
čerpáno z FABOZZI, F. (eds.) *Handbook of finance, Volume I – Financial Markets and Instruments.* Hoboken, New Jersey : John Wiley & Sons, Inc., 2008, s. 6.

3 *EUR-Lex - Sdělení komise - Evropský finanční dohled {SEK(2009) 715} {SEK(2009) 716}.* [online]. 27. května 2009 [27. března 2014]. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?qid=1395913142153&uri=CELEX:52009DC0252>.

Evropský systém finančního dohledu (European System of Financial Supervision – ESFS) byl z větší části realizován v roce 2011. Je tvořen národními orgány dohledu, nově zřízenou Evropskou radou pro systémová rizika (European Systemnic Risk Board – ESRB; jedná se o makroobezřetnostní orgán dohledu nad finančním systémem celé EU, jenž identifikuje systémová rizika pro EU jako takovou) a třemi evropskými orgány dohledu. Těmi jsou Evropský orgán pro bankovnictví (EBA), Evropský orgán pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění (EIOPA) a zejména Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (European Securities and Markets Authority – ESMA). Je nutné poznamenat, že tyto tři orgány nebyly vytvořeny zcela nově, nýbrž vznikly přetvořením z původních poradních výborů Komise, které byly součástí tzv. Lamfalussyho procesu – čtyřstupňového procesu implementace evropských předpisů pro oblast finančního trhu[4] (předchůdcem ESMA tak byl CESR, Evropský výbor regulátorů trhů s cennými papíry).

V rámci EMIR je role ESMA zcela klíčová. Podílí se významně na přípravě regulačních technických norem, provádí dohled nad některými subjekty a má též funkci koordinační.

Pravomoci ESMA vyplývají z nařízení 1095/2010, o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy). Pro EMIR jsou relevantní zejména:

- vypracovávat návrhy regulačních technických norem a prováděcích technických norem
- vydávat obecné pokyny a doporučení
- vydávat doporučení v konkrétních případech
- přijímat individuální rozhodnutí určená příslušným orgánům
- u přímo použitelných předpisů přijímat individuální rozhodnutí určená účastníkům finančního trhu

4 *Česká národní banka – Slovník pojmů.* [online]. Datum publikace neuvedeno [27. března 2014]. <https://www.cnb.cz/cs/obecne/slovnik/l.html>.

Cíle

Základními cíli nařízení jsou:

- zvýšení transparentnosti trhů s deriváty
- zmírnění systémového rizika[5]
- ochrana před zneužíváním trhu

S tím souvisí i vedlejší cíle:

- zavedení mezinárodní spolupráce v příslušné oblasti – zajištění rovnocenného právního, dohledového a vynucovacího rámce
- zmírňování úvěrového rizika protistrany
- zmírnění vypořádacího rizika
- zabezpečení stability finančního trhu v naléhavých situacích

Působnost

Věcná působnost

Věcná působnost EMIR je vymezena v čl. 1 odst. 1 tohoto nařízení:

- požadavky na clearing a dvoustranné řízení rizik pro mimoburzovní (OTC) derivátové smlouvy
- požadavky na oznamování derivátových smluv
- jednotné požadavky na výkon činnosti ústředních protistran a registrů obchodních údajů

Místní působnost

Kromě působnosti na území Evropské unie můžeme u EMIR vysledovat také extrateritoriální účinky. To je patrné zejména z čl. 4 odst. 1 písm. a) bod v). Při splnění uvedených požadavků

5 *„Systémovými riziky“ se rozumí narušení kontinuity finančního systému, které může mít závažné negativní dopady na vnitřní trh a reálnou ekonomiku. Všechny typy finančních zprostředkovatelů, trhů a infrastruktury mohou mít do určité míry systémový význam.*
Výše uvedená definice systémového rizika je obsažena v čl. 2 písm. c) nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 1092/2010, o makroobezřetnostním dohledu nad finančním systémem na úrovni Evropské unie a o zřízení Evropské rady pro systémová rizika.

(buď je přítomen přímý, podstatný a předvídatelný vliv v EU, nebo nutnost či vhodnost pro prevenci obcházení regulace) bude působnost EMIR rozšířena i na případ, kdy derivátovou smlouvu uzavřely osoby, z nichž ani jedna není usazena v členském státě (bližší podmínky stanoví nařízení Komise v přenesené pravomoci č. 285/2014).

Časová působnost

Co se časové působnosti týče, můžeme v EMIR vysledovat prvky nepravé retroaktivity. Mám na mysli například čl. 9 odst. 1 písm. a). Oznamování tam uvedených derivátových smluv se vztahuje nejen na smlouvy uzavřené po dni vstupu nařízení v platnost (tj. 16. srpna 2012), ale také na ty, které byly uzavřeny před tímto datem a k 16. srpnu 2012 zůstaly nevypořádány. Tento posun v časové působnosti je ale podle mého názoru legitimní – snaží se omezit obcházení regulace.

Problematičtější je postupný nástup účinků jednotlivých ustanovení. To souvisí s praktickou aplikací nařízení. V roce 2012, kdy se nařízení stalo platným, by nebylo možné povinnosti z nařízení plnit prostě kvůli neexistenci osob, vůči kterým se mají plnit (registry obchodních údajů apod.). Podle mého názoru je ale harmonogram stanoven příliš složitě, lhůty jsou často zbytečně dlouhé a nastalý zmatek má k právní jistotě daleko. Pro ilustraci je jako příloha č. 2 přiložena zjednodušená tabulka.

Osobní působnost

Osobní působnost EMIR je poměrně složitá, respektive nezvyklá. Souvisí s vytvořením některých nových typů subjektů (např. registry obchodních údajů) a s nově provedenou klasifikací subjektů operujících na finančních trzích.

Obecně je osobní působnost stanovena v čl. 1 odst. 2 a násl. EMIR a dá se rozdělit do tří kategorií:

i) plná působnost
   1. ústřední protistrany
   2. členové clearingového systému ústředních protistran
   3. finanční smluvní strany
   4. registry obchodních údajů

ii) omezená působnost
    1. nefinanční smluvní strany
    2. obchodní systémy[6]

iii) výjimky – vymezené v čl. 1 odst. 4 (úplné výjimky) a odst. 5 (oznamovací povinnost) – např. členové ESCB a jim podobné orgány, centrální banky Japonska a USA

Finanční smluvní strany

Jak už bylo zmíněno, EMIR přichází s novou klasifikací protistran – dělí je na finanční a nefinanční smluvní strany, a to v návaznosti na jimi získaná povolení podle evropských směrnic.

Finanční smluvní strany (financial counterparty – FC) jsou pozitivně vymezeny v definičním článku 2 odst. 8, a to za pomoci odkazů na jiné akty evropského práva. Jedná se o následující osoby, a to pod podmínkou, že získaly potřebné povolení:

1) investiční podnik – dle 2004/39/ES, o trzích finančních nástrojů
2) úvěrová instituce – dle 2006/48/ES, o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o jejím výkonu
3) pojišťovna – dle 73/239/EHS, o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se přístupu k podnikatelské činnosti v přímém jiném než životním pojištění a jejího výkonu
4) životní pojišťovna – 2002/83/ES, o životním pojištění
5) zajišťovna – dle 2005/68/ES, o zajištění
6) SKIPCP, popř. jeho správce – dle 2009/65/ES, o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP)
7) instituce zaměstnaneckého penzijního pojištění – dle 2003/41/ES, o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi
8) alternativní investiční fond – dle 2011/61/EU, o správcích alternativních investičních fondů

Ideou je to, že u těchto právnických osob je obchodování s deriváty obvykle prováděno ve

6 Definice obchodního systému je uvedena v čl. 2 odst. 4 EMIR.

velkém rozsahu a patří k jedněm ze základů jejich činnosti – a proto je potřeba je regulovat plně.

Nefinanční smluvní strany

Základní vymezení nefinančních smluvních stran (non-financial counterparty – NFC) obsahuje čl. 2 odst. 9. Jedná se o negativní vymezení, kdy nefinanční smluvní stranou jsou všechny podniky usazené v EU, které nejsou finanční smluvní stranou nebo ústřední protistranou.

Nefinanční smluvní strany je ale z praktických důvodů na rozdíl od finančních smluvních stran dále rozdělit, a to na nadprahové a podprahové.

Podle čl. 10 EMIR mají nefinanční smluvní strany po překročení tzv. clearingového prahu, povinnost informovat orgány dohledu (ESMA a příslušný orgán členského státu – v ČR je jím Česká národní banka[7]) a začít provádět clearing derivátových smluv. Clearingové prahy jsou pak stanoveny až v regulačních technických normách, konkrétně v čl. 11 nařízení Komise v přenesené pravomoci č. 149/2013. Tyto prahy jsou stanoveny v řádu od 1 do 3 miliard EUR v závislosti na typu derivátů – tedy jedná se o limity poměrně vysoké.

Při výpočtu hodnoty clearingových prahů se nezapočítávají smlouvy, které jsou „objektivně měřitelné jako snižující rizika přímo související s obchodní činnosti nebo korporátním financováním nefinanční smluvní strany“. Sleduje se tak myšlenka, že ne všechny derivátové smlouvy představují stejné riziko. Definici těchto smluv pak nacházíme v čl. 10 výše zmíněného nařízení Komise. Tato definice byla stanovena široce (kryje rizika z vlastní činnosti, jedná se o standardizovanou zajišťovací smlouvu) a dá se předpokládat, že díky tomu valná část podniků prahy pro povinný clearing nepřekročí.[8] To je ale samozřejmě nezbavuje ostatních povinností, které EMIR ukládá.

Při překročení clearingového prahu musí nefinanční smluvní strana informovat svůj národní orgán dohledu a ESMA (článek 10 EMIR).

Problematičnost tohoto dělení tkví zejména ve vysokých operačních nákladech (složitá právní

7 *ESMA – Competent authorities.* [online]. Datum publikace neuvedeno [28. března 2014]. <http://www.esma.europa.eu/page/Competent-authorities-responsible-authorisation-and-supervision-central-counterparties-CPPs>.

8 Šíři této definice oceňovaly samy podniky například v průběhu diskuse při přípravě těchto regulatorních technických norem.
ESMA – ESMA Discussion Paper. [online]. Datum publikace neuvedeno [28. března 2014]. <http://www.esma.europa.eu/system/files/120315_comments_technical_standards_otc_derivatives_final.pdf>.

úprava, sledování objemů, oznamování). Mohli bychom hovořit též o problémech při určování smluv, které objektivně snižují riziko, vzhledem k obecnosti jejich definice.

Ústřední protistrany a registry obchodních údajů

Obecnou definici těchto subjektů nalezneme v čl. 2 odst. 1 a 2 EMIR. Podrobněji se jim budu věnovat v souvislosti s jejich funkcí v následující kapitole pojednávající o nástrojích.

Nástroje

Nástroji k dosažení cílů nařízení EMIR jsou:

1) clearing OTC derivátových smluv
2) zmírňování rizika pro OTC derivátové smlouvy, u nichž se neprovádí clearing
3) oznamovací povinnost

Clearing OTC derivátových smluv

Povinnost clearingu je první a stěžejní povinností, která vyplývá pro strany obchodů s OTC derivátovými smlouvami.

Clearingem se rozumí zúčtování vzájemných pohledávek a závazků smluvních stran.[9] V bankovní praxi funguje jako základ bezhotovostních transakcí. EMIR definuje clearing v čl. 2 odst. 3 jako proces určování pozic, včetně výpočtu čistých závazků, a zajišťování toho, aby k zajištění expozic vyplývajících z těchto pozic byly k dispozici finanční nástroje, peněžní prostředky nebo obojí. V případě OTC derivátů je tak kladen důraz na zajištění a snižování rizik.

Čl. 4 odst. 3 EMIR potom obsahuje další důležitý rys clearingu OTC derivátů – tento nebudou provádět samy strany, ale ústřední protistrana (central counterparty – CCP). Podle mého názoru je clearing prováděný ústřední protistranou samým jádrem EMIR, největší změnou, která bude mít na fungování OTC trhů významný vliv.

Ústřední protistrany

Definice ústřední protistrany je první definicí v článku 2 EMIR – myslím, si, že to samo

9 FIALOVÁ, H., FIALA, J. *Ekonomický výkladový slovník.* 9. aktualizované vydání. Praha : A plus, 2011, s. 28.

o sobě ukazuje na význam ústředních protistran v rámci tohoto nařízení. Ústřední protistranou se rozumí právnická osoba, která vstupuje mezi strany smluv uzavíraných na jednom či na několika finančních trzích, a stává se tak kupujícím pro každého prodávajícího a prodávajícím pro každého kupujícího. Existence centrálních protistran a povinnost clearingu v jejich rámci tak na OTC trhy přináší prvek centralizace.

Ideou je, že ústřední protistrana nebude fungovat pouze jediná – tj. bude existovat určitá pluralita. To vyplývá jak ze samého znění EMIR (např. *dozor a dohled nad ústředními protistranami* – hlava III kapitola 2), tak z povolovacího procesu, kdy existence jedné centrální protistrany, která clearuje určitý finanční nástroj, nebrání udělení povolení další protistraně pro ten samý nástroj.

Proces udělení povolení ústřední protistraně je popsán v hlavě III kapitole 1 EMIR. Ústřední protistranou se může stát právnická osoba usazená v EU (povolením) nebo existující ústřední protistrana usazená ve třetí zemi (uznáním). O povolení žádá u příslušného orgánu členského státu, ve kterém je usazena. Poradní hlas má v řízení o povolení kolegium, složené z příslušných orgánů relevantních členských zemí a z ESMA. V případě, že se kolegium nedohodne, nebo s rozhodnutím příslušného orgánu členského státu nesouhlasí, postoupí se záležitost ESMA. Její rozhodnutí je pak pro příslušný orgán závazné.

Aby bylo žádající právnické osobě uděleno povolení, musí splňovat požadavky na ústřední protistranu. Jsou jimi požadavky kapitálové (počáteční kapitál, kapitálová přiměřenost) a dále požadavky stanovené v hlavě IV EMIR (organizační, obezřetnostní,…). Jejich další specifikace je pak obsažena v nařízeních Komise v přenesené pravomoci č. 152/2013 a 153/2013.

Vydané povolení je účinné pro celé území EU. Je v něm nutné specifikovat služby a činnosti, které je ústřední protistrana oprávněna vykonávat. To souvisí s nutností vymezit kategorie finančních nástrojů, na které se povolení vztahuje. Ústřední protistrany totiž v zásadě nemohou clearovat všechny deriváty, ale jen ty, o které požádají a u nichž prokáží kvalifikační předpoklady. K rozšíření činnosti může dojít obdobným způsobem, jako probíhá proces povolování. Je třeba dodat, že povolení podle EMIR musí získat všechny ústřední protistrany, které jsou usazené v Unii, nejen ty, které clearují OTC deriváty (čl. 14 EMIR). Nastává tak paradoxní situace, kdy podle EMIR, čili nařízení o OTC trzích, získávají povolení centrální protistrany, které s OTC deriváty vůbec nepracují. Povinný clearing se ale vztahuje pouze na

kategorie OTC derivátů.[10]

Dohled a dozor nad ústředními protistranami upravuje kapitola 2 hlavy třetí. Každý členský stát je povinen určit příslušný orgán, který bude odpovědný za povolování a dohled (pro ČR je to Česká národní banka[11]). Takový orgán má mít dohlížecí, vyšetřovací i sankční pravomoci. Nad ústředními protistranami tak dohlíží národní orgány, což je rozdíl oproti registrům obchodních údajů.

V polovině března 2014 došlo k udělení povolení první ústřední protistraně.[12] Vzhledem k tomu, že v poslední době dochází v rejstříku k častým změnám (postupné přibývání povolených CCP), dovolte mi pro podrobnější informace odkázat na List of Central Couterparties na adrese: http://www.esma.europa.eu/page/Registries-and-Databases

Derivátové smlouvy s povinným clearingem

Povinnost clearingu stanoví čl. 4 EMIR. Váže se na následující podmínky:

a) smlouva

Jedná se o OTC derivátovou smlouvu.

b) derivát

Dotčeným derivátem může být pouze OTC derivát. Dále musí být u daného derivátu stanovena povinnost clearingu. Podrobnosti stanovuje čl. 5 odst. 2 EMIR. Povinnost vypracovat regulační technické normy, které příslušné deriváty vymezují, má ESMA (tyto normy musí projít veřejnou konzultací a konzultací s odbornými orgány). Dále má povinnost v těchto normách stanovit účinnost povinného clearingu (je možné, aby účinnost byla časově rozvržena podle derivátů a smluvních stran). Pravomoc tyto normy schválit přísluší Komisi. K předložení návrhu musí dojít do šesti měsíců po obdržení oznámení o udělení povolení ústřední protistraně. Je třeba dodat, že pro každou protistranu běží tato lhůta zvlášť, a to v závislosti na rozsahu finančních nástrojů, které může clearovat, jak je určeno v povolení. Lhůty tak mohou běžet

10 *ESMA – EMIR.* [online]. Datum publikace neuvedeno [3. dubna 2014]. <http://www.esma.europa.eu/page/European-Market-Infrastructure-Regulation-EMIR>.

11 *ESMA – Competent authorities.* [online]. Datum publikace neuvedeno [3. dubna 2014]. <http://www.esma.europa.eu/page/Competent-authorities-responsible-authorisation-and-supervision-central-counterparties-CPPs>.

12 *ESMA – ESMA publishes list of authorised CCPs and OTC derivatives.* [online]. 19. března 2014 [3. dubna 2014]. <http://www.esma.europa.eu/news/ESMA-publishes-list-authorised-CCPs-and-OTC-derivatives?t=326&o=home>.

paralelně.[13] Běh první z nich je závislý na povolení udělené Nasdaq OMX Clearing AB a skončí 18. září 2014.

c) smluvní strany

Smlouvy jsou uzavřené mezi:

(FC – finanční smluvní strana, NFC+ – nadprahová nefinanční smluvní strana, TCE – third country entity, tj. subjekt usazený ve třetí zemi, který by podléhal povinnosti clearingu, kdyby byl usazen v Unii)

FC - FC

FC - NFC+

NFC+ - NFC+

FC - TCE

NFC+ - TCE

TCE - TCE*

* vizte místní působnost výše

d) čas

Jedná se pouze o smlouvy, které jsou uzavřeny v den, kdy povinnost clearingu nabývá účinnosti, nebo později, nebo jsou uzavřeny mezi oznámením o udělení povolení ústřední protistraně a účinností povinnosti clearingu, pokud je doba splatnosti delší než minimální doba určená v regulatorních technických normách (jedná se o tytéž regulatorní normy, které jsou zmíněny výše u ústředních protistran).

ESMA má povinnosti zřídit veřejný rejstřík přístupný na internetu, který bude obsahovat seznam kategorií OTC derivátů, které podléhají povinnosti clearingu (čl. 6 EMIR).

13 *ESMA – EMIR.* [online]. Datum publikace neuvedeno [3. dubna 2014]. <http://www.esma.europa.eu/page/European-Market-Infrastructure-Regulation-EMIR>.
Draft RTS (regulatory technical standards – pozn. aut.) on the clearing obligation will be proposed if the classes of OTC derivatives notified to ESMA meet the criteria defined in EMIR. The clearing obligation procedure defined in Article 5(2) of EMIR is triggered every time a new CCP clearing OTC derivatives is authorised, and the assessment by ESMA of the suitability of the classes for the clearing obligation will be performed only on the classes notified to ESMA. This means that if CCPs are authorised on different dates, several clearing obligation procedures may run in parallel.

Výjimky z povinnosti clearingu

Čl. 4 odst. 2 EMIR explicitně z povinnosti clearingu vylučuje obchody uvnitř skupiny (intragroup transactions). Ty jsou definovány v čl. 3 a souvisí s nimi též pojmy definované v čl. 2: skupina, finanční instituce, finanční holdingová společnost, podnik pomocných služeb, kvalifikovaná účast, mateřský podnik, dceřiný podnik, kontrola a úzké propojení.

V zásadě se jedná o obchody uvnitř skupiny, pokud jsou strany zahrnuty do stejné konsolidace, uplatňují se vůči nim centralizované postupy řízení rizik a druhá smluvní strana je buď usazena v Unii, nebo ve třetím státě, jehož právní úprava je považována za rovnocennou s Unií (čl. 13 EMIR). Legislativní úprava je dle mého názoru zbytečně složitá a rozsáhlá.

K vynětí z povinnosti clearingu nedochází automaticky (čl. 4 odst. 2). V případě, kdy jsou obě smluvní strany usazeny v Unii, se uplatní oznamovací princip (k oznámení dojde min 30 dnů před dnem uplatnění osvobození a příslušný orgán nevznese námitky). Pokud je jedna strana usazena ve třetím státě, uplatní se povolovací princip (příslušný orgán musí vydat povolení k osvobození z povinnosti clearingu).

Další výjimku je možno nalézt na samém konci nařízení, v čl. 89 (přechodná ustanovení). Povinnost clearingu se automaticky nevztahuje na OTC derivátové smlouvy, které objektivně snižují investiční rizika v případě penzijního systému podle čl. 2 odst. 10 písm. a) a b). Totéž platí i pro subjekty zřízené pro poskytování náhrad v případě selhání penzijního systému. V případě penzijních složek uvedených v čl. 2 odst. 10 písm. c) a d) je nutné o výjimku zažádat. Tyto výjimky mají ale omezené trvání, a to po dobu tří let od vstupu EMIR v platnost – do 15. srpna 2015.

Povinnost clearingu – a obecně působnost EMIR – se nevztahuje také na spotové operace. Důvodem je to, že nejsou derivátem, jak je definován v čl. 2 odst. 5 EMIR odkazem na směrnici MiFID. Problémem je, že definice spotu se v národní legislativě liší, proto panuje v této oblasti určitá míra nejistoty.[14]

Zmírňování rizika pro OTC derivátové smlouvy, u nichž se neprovádí clearing

Povinnost zajistit zmírňování rizik je obsažena v článku 11 EMIR a vztahuje se jak na strany

14 *ESMA – EC response on classification of financial instruments.* [online]. 20. března 2014 [3. dubna 2014]. <http://www.esma.europa.eu/content/EC-response-classification-financial-instruments>.

finanční, tak nefinanční. Cílem je zajistit aplikaci vhodných postupů pro měření, sledování a zmírňování rizik – konkrétně rizika operačního a úvěrového rizika protistrany.

Minimálním obsahem těchto postupů je včasné potvrzení podmínek smlouvy, vhodné procesy pro srovnávání portfolií, řízení souvisejících rizik, včasné odhalování a řešení sporů a sledování hodnoty dosud nevypořádaných smluv.

V praxi to znamená, že každé dvě strany by se mezi sebou měly dohodnout, jakým způsobem budou výše uvedená rizika řídit. To by znamenalo vysoké operační náklady, a to nejen peněžní, ale také časové. Považuji proto za vhodné zmínit existenci ISDA (International Swaps and Derivatives Association) smlouvu s názvem *The ISDA 2013 EMIR Portfolio Reconciliation, Dispute Resolution and Disclosure Protocol*. Jedná se o velmi zajímavou koncepci uzavírání smlouvy. Zájemce podá žádost o přistoupení ve formě dopisu (adherence letter), v němž za pomoci webového formuláře určí podmínky, kterými se bude řídit – např. zda při rekonciliaci portfolií bude stranou odesílající, nebo přijímající údaje o portfoliích. Po zaplacení vstupního poplatku jsou údaje daného uchazeče vloženy do veřejné databáze. V případě, že subjekty, které přistoupily k ISDA smlouvě, spolu následně uzavírají další smluvní ujednání, dochází k automatické subsidiární aplikaci ISDA smlouvy. Nelze ale tvrdit, že by tato cesta byla bez výdajů – přistoupení k ISDA smlouvě je podmíněno poplatkem ve výši $500.[15]

Povinností finančních smluvních stran a nadprahových nefinančních smluvních stran je dále oceňování nevypořádaných smluv podle tržní hodnoty na denní bázi.

Čl. 11 odst. 3 pak požaduje včasnou a přesnou výměnu kolaterálu a jeho vhodné oddělení. Přesnější technické požadavky však dosud nebyly vydány,[16] tudíž toto ustanovení zatím nelze prakticky aplikovat.[17]

Z odst. 3 je možné na základě žádosti obdržet výjimku – tu je možné uplatnit pro určité druhy obchodů v rámci skupiny (odst. 5 až 10) v případě, že strany mají dostatečné postupy řízení rizik a že žádná věcná ani právní překážka nebrání okamžitému převodu kapitálu nebo splacení závazků mezi smluvními stranami. Toto ustanovení podle mě patří mezi ta, která se snaží rozlišovat mezi jednotlivými transakcemi a podle toho ukládat povinnosti.

15 *ISDA – Open Protocols.* [online]. Datum publikace neuvedeno [3. dubna 2014]. <http://www2.isda.org/functional-areas/protocol-management/open-protocols/>.

16 *ESMA – EMIR.* [online]. Datum publikace neuvedeno [3. dubna 2014]. <http://www.esma.europa.eu/page/European-Market-Infrastructure-Regulation-EMIR>.

17 *ISDA – EC response to EMIR article 11.* [online]. 28. října 2012 [3. dubna 2014]. <http://www2.isda.org/attachment/NTI1MQ==/EC%20response%20EMIR%20article%2011%20retroactivity.pdf>.

Povinností finančních smluvních stran je dále dle odst. 4 držet vhodný a přiměřený kapitál k řízení rizika, které není kryto výměnou kolaterálu.

Podle mého názoru jsou požadavky na zmírňování rizik příliš přísné zejména v tom, že nerozlišují mezi jednotlivými kategoriemi derivátových smluv, a tudíž se aplikují prakticky bezvýjimečně bez ohledu na povahu dané smlouvy.

Oznamovací povinnost

Třetím pilířem EMIR je oznamovací (reportingová) povinnost stanovená v čl. 9. Spočívá v povinnosti hlásit údaje o derivátových smlouvách do registru obchodních údajů.

Rysy reportingu spočívají v následujícím:

- hlásí se nejen OTC smlouvy, ale také též derivátové smlouvy obchodované na burzách (ETD – exchange traded derivatives)
- povinnost hlášení mají také podprahové nefinanční smluvní strany (NFC-) a ústřední protistrany
- hlásí se jak uzavření smluv, tak jejich změny nebo ukončení
- oznamování probíhá okamžitě po uzavření smlouvy (lhůta 1 pracovní den)
- hlášení se vztahuje na smlouvy uzavřené jednak po 16. srpnu 2012, jednak před tímto datem, pokud k němu zůstaly nevypořádány
- k reportingu lze zmocnit jiný subjekt

Při nemožnosti hlásit údaje registru obchodních údajů se subsidiárně reportuje ESMA.

Podrobnější údaje o formálním obsahu reportingových zpráv a jejich četnosti lze nalézt v nařízení Komise v přenesené pravomoci č.148/2013 a v prováděcím nařízení Komise č. 1247/2012. V příloze č. 1 druhého zmíněného nařízení, určujícího údaje, které se do registru hlásí, se skrývá mimo jiné požadavek na tzv. LEI (legal entity identifier – identifikační kód právnické osoby). Tento identifikátor si tak musí zajistit všechny entity, které s derivátovými smlouvami obchodují (a to bez ohledu na to, zda se jedná o OTC deriváty). To pak patří k utopeným nákladům, které je nutné s derivátovými obchody spojit.

Registry obchodních údajů

Registrem obchodních údajů se podle čl. 2 odst. 2 rozumí právnická osoba, která centrálně

sbírá a vede záznamy o derivátech.[18]

Registr obchodních údajů musí být podobně jako centrální protistrana buď registrován (právnické osoby usazené v EU), nebo uznán. Bližší specifikace požadavků na registry je uvedena v čl. 78 a následujících EMIR. Rozdílem oproti ústředním protistranám je příslušný orgán – nad registry obchodních údajů má pravomoc ESMA. Ta registry nejen povoluje, ale může od nich vyžadovat informace, provádět šetření, ukládat pokuty a penále, rušit jejich registraci, účtovat jim poplatky za dohled a ukládat opatření v oblasti dohledu. Bližší podmínky stanoví prováděcí předpisy (150/2013 a 1248/2012).

ESMA může též uzavírat ujednání o spolupráci s příslušnými orgány třetích států, jejichž obsahem je vzájemné poskytování údajů o derivátových smlouvách.

18 K dnešnímu dni (12. dubna 2014) je v databázi ESMA 6 registrů.
ESMA – List of registered trade repositories. [online]. Datum publikace neuvedeno. [12. dubna 2014]. <http://www.esma.europa.eu/page/Registered-Trade-Repositories>.

EMIR – zhodnocení a dopady

Malé porovnání – EMIR a Dodd-Frank Act[19]

Shodné rysy

a) ústřední protistrany – podléhají povolení a dohledu; musí udržovat kolaterál pro krytí rizik

b) neclearované deriváty podléhají požadavkům na kolaterál

c) obchody s deriváty se povinně hlásí do registru

d) snaha o mezinárodní spolupráci a stanovení jednotných pravidel pro deriváty

Rozdíly

a) Dodd-Frank Act je komplexní regulací finančních trhů, ne pouze regulací OTC obchodů

b) Dodd-Frank Act obsahuje větší množství výjimek – zejména:

- je možné vyloučit z působnosti celého zákona měnové (foreign exchange - FX) deriváty
- clearingu nepodléhají deriváty, kde je jednou ze stran nefinanční subjekt nebo pokud jsou deriváty použity pouze pro zajištění či zmírnění obchodního rizika nebo pokud dojde k udělení výjimky
- další výjimky z povinnosti clearingu mohou stanovit jednotliví regulátoři – předpokládá se pak výjimka např. pro malé banky

Zhodnocení a problematické aspekty

Rozsah právní úpravy

EMIR je sám o sobě de facto rámcovým nařízením, které může tvořit smysluplný celek jen s prováděcími předpisy.

Jako problematický zde vidím jednak rozsah právní úpravy (několik obsáhlých předpisů), dále

19 Popis Dodd-Frank Act čerpán z RÖSCH, D., SCHEULE, H. *Credit Securitisations and Derivatives: Challenges for the Global Markets.* 1. vydání. Chichester : Wiley & Sons, 2013, s. 357 a násl.

její nekompletnost (některé instituty ještě svou regulaci nemají, což s sebou přináší značnou právní nejistotu) a také nutnost jejího upřesňování, které se děje zejména skrze ESMA (dle mého názoru je toto problematické vzhledem k tomu, že nerespektuje pravidlo jediné závazné soudní interpretace a obchází tak moc soudní, popřípadě zákonodárný proces; dále by se dalo argumentovat nízkou legitimitou tohoto orgánu).

Na druhou stranu bych ráda dodala, že se nejedná o nepřekonatelné problémy. Po překlenutí počátečních obtíží a vyjasnění sporných otázek podle mě nebude praktická aplikace EMIR činit větší problémy. Tím však nepopírám, že proces vzniku těchto pravidel není ideální.

Vznik pravidel a informovanost adresátů norem

Díky pravomoci předkládat návrhy regulačních technických norem vzrůstá význam ESMA. Ta se ale nepodílí na rozhodování sama – hlavní slovo má stále Komise.

Při vzniku regulace probíhají také konzultace, a to jak s jednotlivými regulátory, tak s veřejností.[20] Možností každého dotčeného subjektu tak je výslednou podobu norem ovlivnit. Toho využívají zejména velcí hráči na trhu, kteří mají na podobě výsledného předpisu zájem a disponují dostatečným personálním aparátem.[21] Normy tak získávají určitý prvek legitimity, přesto můžeme stále argumentovat demokratickým deficitem unijního rozhodování.

Informovanost adresátů norem, pokud se nebudeme bavit o výše zmíněných hráčích, kteří se na tvorbě předpisů sami podílí, je diskutabilní. Dá se sice tvrdit, že každý obchodník s deriváty tak jako tak časem na regulaci „narazí“ (například kvůli požadavkům druhé strany obchodu, typicky banky), bez toho je ale přístup k informacím obtížný. Základním pramenem aktuálních informací jsou totiž stránky ESMA, které rozhodně nepatří k dennímu čtivu běžného obchodníka a které s přehledností značně pokulhávají.

Rozsah působnosti

Rozsah působnosti je dle mého názoru příliš široký. V porovnání s obdobným Dodd-Frank Act má jak širší skupinu adresátů (nefinanční smluvní strany, malé banky apod.), tak větší rozsah derivátů, u nichž bude docházet k regulaci a clearingu (zvláště se mluví o FX

20 Konzultační materiály uveřejňuje ESMA na svých stránkách; v ČR je k nim možný přístup též ze stránek ČNB: *Česká národní banka – Konzultační materiály.* [online]. Datum publikace neuvedeno. [9. dubna 2014]. <http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/obchodovani_s_OTC_derivaty/konzultacni_materialy.html>.

21 Přesto se u ESMA schází pravidelně desítky otázek – vizte např. zde: *ESMA – Discussion Paper.* [online]. Datum publikace neuvedeno. [9. dubna 2014]. <http://www.esma.europa.eu/consultation/Discussion-Paper-Clearing-Obligation-under-EMIR#responses>.

derivátech, které samy o sobě velké riziko pro trhy nepředstavují). Poskytnutých výjimek je minimum; jejich složitost je pak značná (zejm. výjimky pro vnitroskupinové transakce).

Myslím si, že právě rozsah působnosti je největším problémem EMIR.

Cíle a jejich naplnění

Přes veškeré výše zmíněné výtky je pravděpodobné, že minimálně jednoho cíle EMIR dosáhne – zvýšení transparentnosti trhů s deriváty. Všechny nástroje ke splnění tohoto cíle míří a některé už jsou dokonce prakticky aplikovány (reportingová povinnost). Podle mého názoru bude největší přínos EMIR právě ve zvýšení transparentnosti těchto druhů obchodů.

Další cíl, totiž zmírnění systémového rizika, je problematičtější. Požadavky na kolaterál, povinnost registrovat centrální protistrany a zavést nad nimi dohled a povinný clearing sice systémové riziko eliminují, k jeho úplnému potlačení ale nedochází.

Časem dojde k tomu, že existující systémové riziko u sebe ve značné míře budou koncentrovat ústřední protistrany – a případný kolaps některé z nich bude mít nedozírné následky.

Budoucnost právní úpravy

Je velmi pravděpodobné, že regulace obchodování s deriváty bude pokračovat. Nasvědčují tomu zejména probíhající práce na přípravě směrnice „MiFID II“. Jejím cílem by kromě jiného měl být růst preference burzovních trhů a omezení obchodování na OTC trzích, což se samozřejmě dotkne i derivátů.[22]

Dopady nařízení EMIR

V současné době, kdy je velká část obsahu regulace ještě značně nejistá, je obtížné predikovat reakci trhů. Považuji ale za potřebné se alespoň pokusit je nastínit.

V krátkodobém horizontu:

a) růst operačních nákladů

   Jedná se zejména o utopené náklady – prostudování právních předpisů, pořízení LEI a nastavení vhodných vnitřních procesů (pro reporting apod.). Operační náklady

22 Informace o MiFID II jsou dostupné např. zde: ´
Deloitte – MiFID II. [online]. Datum publikace neuvedeno. [9. dubna 2014].
<http://www.deloitte.com/view/en_LU/lu/market-challenges/mifidii/#.U0XRk6KJSLQ>.

dlouhodobějšího rázu lze očekávat při analýze vnitroskupinových transakcí a stanovování celkových expozic pro skupinu.

b) ukončení obchodování některých subjektů

Pro některé subjekty mohou být regulatorní požadavky tak náročné, že raději ukončí obchodování.

c) nejistota

Dokud nedojde ke kompletaci legislativy a zažití předpisů (což může trvat několik let), bude obchodování s OTC deriváty vždy do určité míry nejisté.

V dlouhodobějším horizontu bychom mohli hovořit o:

a) kumulaci systémového rizika u ústředních protistran

Bude nutné podřídit všechny ústřední protistrany řádnému dohledu, protože jejich role na trhu významně vzroste a jejich význam pro systémové riziko bude zásadní.

b) zvýšení transparentnosti trhů

Zmíněno výše.

c) přechod k obchodování na burzách

Stanovení náročných podmínek pro obchodování na OTC trzích může vést k příklonu trhu k obchodování na burzách.

d) přenos pravomocí z národních orgánů dohledu na ESMA

Stanovení samostatných kompetencí ESMA (povolování a dohled nad registry obchodních údajů) a její podíl na určování pravidel pravděpodobně povede v budoucnu k růstu jejího významu a oslabování vlivu národních regulátorů.

Závěr

Jednou z regulatorních reakcí na finanční krizi roku 2008 je nařízení EMIR. Tato rozsáhlá úprava si klade za cíl zvýšit transparentnost obchodování s deriváty na over-the-counter trzích a eliminovat systémové riziko. Kvůli postupnému nástupu účinků tohoto nařízení v průběhu letošního roku se jedná o vysoce aktuální téma.

Vzhledem k omezenému rozsahu této práce jde opravdu pouze o stručný úvod do dané problematiky, která je velmi složitá a daly by se o ní publikovat mnohastránkové publikace (k tomu bohužel zatím nedošlo).

Při současném stavu věcí docházím k závěru, že nařízení EMIR je příliš složité a jeho působnost je nepřiměřeně široká, a to zejména věcná a osobní. Problémová je také tvorba vlastního obsahu regulace, která probíhá průběžně a podle mého názoru při nízké legitimitě, informovanosti a jednoznačnosti.

Jako klady naopak vidím vliv na transparentnost OTC trhů, které by mohlo být dobrým preventivním opatřením proti vzniku podobné krize, jako byla ta v roce 2008. Také míra systémového rizika se pravděpodobně sníží, dojde ale k jeho koncentraci.

Myslím si, že EMIR není posledním stupněm v regulaci OTC trhů; patrná je snaha o zvýšení kontroly nad nimi.

Celkově mohu konstatovat, že nařízení EMIR bezesporu výrazně zasáhne do reality na finančních trzích. Otázkou je, jakým způsobem, v jaké míře a také na jak dlouho.

Přílohy

Příloha č. 1

Seznam prováděcích předpisů

Nařízení Komise v přenesené pravomoci (k 15. dubnu 2014 celkem 7)	
148/2013	regulační technické normy týkající se minimálních údajů, které mají být vykázány do registrů obchodních údajů
149/2013	regulační technické normy týkající se ujednání o nepřímém clearingu, povinnosti clearingu, veřejného rejstříku, přístupu k obchodnímu systému, nefinančních smluvních stran a technik zmírňování rizika pro OTC derivátové smlouvy, u nichž ústřední protistrana neprovádí clearing
150/2013	regulační technické normy blíže určující náležitosti žádosti o registraci registru obchodních údajů
151/2013	regulační technické normy, které blíže určují údaje, jež mají registry obchodních údajů zveřejnit a zpřístupnit, a provozní normy, které umožní agregovat a porovnávat údaje a přistupovat k těmto údajům
152/2013	regulační technické normy pro kapitálové požadavky na ústřední protistrany
153/2013	regulační technické normy týkající se požadavků na ústřední protistrany
285/2014	regulační technické normy týkající se smluv s přímým, podstatným a předvídatelným vlivem v Unii a předcházení vyhýbání se pravidlům a povinnostem
Prováděcí nařízení Komise (k 15. dubnu 2014 celkem 3)	
1247/2012	prováděcí technické normy, pokud jde o formát a četnost vykazování obchodů do registrů obchodních údajů
1248/2012	prováděcí technické normy, pokud jde o formát žádosti o registraci registrů obchodních údajů
1249/2012	prováděcí technické normy, pokud jde o formát záznamů, které mají ústřední protistrany uchovávat

Zdroj: Vlastní dílo autorky.

Příloha č. 2

Časový harmonogram

EMIR indicative timeline

Last update 19 March 2014

General		
23.02.13		Publication of the delegated regulations in the Official Journal
15.03.13	[A]	Entry into force of the delegated regulations
CCPs and central clearing obligation		
15.09.13		Previously existing EU CCPs authorisation application deadline [A+6 months]
18.03.14	[B]	First EU CCP authorised
18.03.14		First notification for the clearing obligation under Art. 5 [immediately after B]
18.09.14(*)		ESMA to submit draft RTS on the clearing obligation [B + 6 months]
Trade Repositories (TRs)		
07.11.13	[C]	Adoption of the registration decision of the first trade repositories
12.02.14		Reporting start date for all asset classes [C+5 working days + 90 calendar days]

(*) Draft RTS on the clearing obligation will be proposed if the classes of OTC derivatives notified to ESMA meet the criteria defined in EMIR. The clearing obligation procedure defined in Article 5(2) of EMIR is triggered every time a new CCP clearing OTC derivatives is authorised, and the assessment by ESMA of the suitability of the classes for the clearing obligation will be performed only on the classes notified to ESMA. This means that if CCPs are authorised on different dates, several clearing obligation procedures may run in parallel.

Zdroj: http://www.esma.europa.eu/page/European-Market-Infrastructure-Regulation-EMIR

Zdroje

Knižní monografie a články

1 *BAŽANTOVÁ, I. (et al.)* Ekonomie regulace: Nové projevy tržních selhání a jejich řešení. 1. vydání. Praha : Nakladatelství Vladimír Lelek, 2013.

2 *BAŽANTOVÁ, I. (et al.).* Ekonomie regulace: Lekce z globální finanční krize. 1. vydání. Praha : Nakladatelství Vladimír Lelek, 2010.

3 *FABOZZI, F. (eds.)* Handbook of Finance, Volume I – Financial Markets and Instruments. Hoboken, New Jersey : John Wiley & Sons, Inc., 2008.

4 *FIALOVÁ, H., FIALA, J.* Ekonomický výkladový slovník. 9. aktualizované vydání. Praha : A plus, 2011.

5 *FOUQUE, J. P., LANGSAM, J. A.* Handbook on Systemic Risk. 1. vydání. New York : Cambridge University Press, 2013.

6 *JUROŠKOVÁ, L.* Bankovní regulace a dohled. 1. vydání. Praha : Auditorium, 2012.

7 *NORMAN, P.* The Risk Controllers: Central Counterparty Clearing in Globalised Financial Markets. 1. vydání. Chichester : Wiley & Sons, 2011.

8 *REJNUŠ, O.* Peněžní ekonomie (finanční trhy). 6., aktualizované vydání. Brno : Akademické nakladatelství CERM, 2012.

9 *REVENDA, Z.* Bankovní regulace a dohled. 1. vydání. Praha : Vysoká škola ekonomická v Praze, 1995.

10 *RÖSCH, D., SCHEULE, H.* Credit Securitisations and Derivatives: Challenges for the Global Markets. 1. vydání. Chichester : Wiley & Sons, 2013.

11 *STANĚK, K.* K některým aspektům regulace finančních derivátů. In: Daně a finance, ročník 2013, číslo 4, s. 3 a násl.

Internetové zdroje

12 http://eur-lex.europa.eu/

13 http://www.cnb.cz/

14 http://www.deloitte.com/

15 http://www.esma.europa.eu/

16 http://www2.isda.org/