Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta financí a účetnictví

Katedra bankovnictví a pojišťovnictví

Diplomová práce

2019 Robert Kunovjánek

Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta financí a účetnictví

Katedra bankovnictví a pojišťovnictví

Studijní obor: Finance

Vývoj obchodování s OTC deriváty po implementaci směrnice MiFID II

Autor diplomové práce: Robert Kunovjánek

Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Petr Dvořák, Ph. D.

P r o h l á š e n í

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma
„Vývoj obchodování s OTC deriváty po implementaci směrnice MiFID II“
vypracoval/a samostatně s využitím literatury a informací,
na něž odkazuji.

V Praze dne 4. ledna 2019

Název diplomové práce:

Vývoj obchodování s OTC deriváty po implementaci směrnice MiFID II

Abstrakt:

Diplomová práce se v úvodní části zabývá současnou problematikou, obecným popisem mimoburzovního trhu a klasifikací derivátových kontraktů. V dalších kapitolách se práce zaměřuje na obecný popis Směrnice o trzích finančních instrumentů I a Směrnice o trzích finančních instrumentů II a analýzu situace mimoburzovního trhu na globální úrovni. Poslední část zkoumá dopad a reakce na mimoburzovním trhu derivátových kontraktů dle rizikových tříd a typu derivátových kontraktů v Evropské unii po implementaci druhé z výše uvedených směrnic. Cílem práce je analýza vývoje obchodní aktivity a posouzení likvidity na evropském mimoburzovním trhu v podmínkách narůstající intenzity regulatorního rámce. Na základě veřejně publikovaných dat nelze u úrokových, měnových, akciových a kreditních derivátů po implementaci nové legislativy pozorovat změnu trendu.

Klíčová slova:

MiFID II, MiFIR, mimoburzovní trh, mimoburzovní deriváty

JEL klasifikace:

G28, E44

Title of the Master´s Thesis:

Developement of Over-the-counter derivatives after the implementation of the MiFID II

Abstract:

The diploma thesis deals with the current issues, the general description of the Over-the-counter market and the classification of derivative contracts. In the next chapters, the diploma focuses on the general description of the Markets in Financial Instruments Directive and the Markets in Financial Instruments Directive II and the analysis of the OTC market from the global perspective. The last part examines the impact and response of the OTC derivatives market according to the risk classes and the type of derivative contracts in the European Union after the implementation of the second of the above-mentioned directives. The aim of the thesis is to analyse the development of business activity and to determine the liquidity on the European OTC market in the context of the increasing intensity of the regulatory framework. Based on published data, a trend change in interest rate, currency, equity and credit derivatives due to the implementation of the new legislation hasn't been observed.

Key words:

MiFID II, MiFIR, over-the-counter market, over-the-counter derivatives

JEL classification:

G28, E44

OBSAH

ÚVOD **8**

1. STRUKTURA DERIVÁTOVÝCH KONTRAKTŮ **9**

1.1 BURZOVNÍ TRH 9

1.2 MIMOBURZOVNÍ TRHY (OTC) 11

1.2.1 BILATERÁLNÍ VYPOŘÁDÁNÍ 12

1.2.2 VELIKOST TRHU 12

1.3 REGULACE OTC TRHŮ 13

1.3.1 ZA HLAVNÍ ZMĚNY LZE POVAŽOVAT: 13

1.3.2 PRŮBĚH OTC TRANSAKCE 14

1.4 MĚŘENÍ VELIKOSTI OTC TRHU 15

1.4.1 NOMINÁLNÍ OTEVŘENÉ POZICE 15

1.4.2 HRUBÁ TRŽNÍ HODNOTA 15

1.4.3 HRUBÁ KREDITNÍ EXPOZICE (GROSS CREDIT EXPOSURE) 16

1.5 METODIKA STATISTIK 17

1.5.1 BANKA PRO MEZINÁRODNÍ VYPOŘÁDÁNÍ (BIS) 17

1.5.2 EVROPSKÝ ORGÁN PRO CENNÉ PAPÍRY A TRHY (ESMA) 17

1.6 REGULATORNÍ TRENDY SMĚŘUJÍCÍ K REDUKOVÁNÍ AKTIVITY NA OTC TRZÍCH 18

2. MIFID I **19**

2.1 KATEGORIZACE 19

2.1.1 REGULOVANÝ TRH 19

2.1.2 MULTILATERÁLNÍ OBCHODNÍ SYSTÉM 20

2.1.3 SYSTEMATICKÝ INTERNALIZÁTOR 20

2.2 TRANSPARENTNOST 22

2.2.1 NEJVÝHODNĚJŠÍ ZPŮSOB PROVEDENÍ 23

2.2.2 OCHRANA INVESTORŮ 23

2.3 DALŠÍ BODY SMĚRNICE 24

2.4 ZHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ MIFID I. 25

3. MIFID II 27

3.1 ZMĚNY V MIFID II 27

3.1.1 ZÁKAZ PLACENÍ A UDRŽOVÁNÍ POBÍDEK 28

3.1.2 ZVÝŠENÍ OCHRANY INVESTORŮ 28

3.1.3 TVORBA NOVÉHO OBCHODNÍHO SYSTÉMU OTF 29

3.1.4 ZÁKLADNÍ ROZDÍLY MEZI MTF A OTF 30

3.2 ROZHODNUTÍ DLE VLASTNÍHO UVÁŽENÍ 30

3.2.1 VLASTNÍ UVÁŽENÍ PŘÍKAZU PROSTŘEDNICTVÍM OTF 31

3.2.2 VLASTNÍ UVÁŽENÍ PŘI PROVEDENÍ PŘÍKAZU PROSTŘEDNICTVÍM OTF 31

3.2.3 PROBLÉMY PŘÍSTUPU DLE VLASTNÍHO UVÁŽENÍ 31

3.2.4 PROVÁZANOST DALŠÍCH REGULACÍ S MIFID II/MIFIR 32

3.3 MIFIR 33

3.3.1 VYMEZENÍ DERIVÁTŮ JAKO SUBJEKT MIFIR 34

3.3.2 POŽADAVKY NA TRANSPARENTNOST 35

3.3.3 KOMODITNÍ DERIVÁTY 36

3.3.4 DOHLED REGULÁTORA 36

3.4 HERFINDAHL – HIRSCHMANŮV INDEX (HHI) 37

3.4.1 DEFINICE 37

3.4.2 VÝPOČET HHI: 37

4. STRUKTURA OTC TRHU Z GLOBÁLNÍ PERSPEKTIVY 39

4.1 POČET OBCHODŮ ÚROKOVÝCH DERIVÁTŮ 42

5. STRUKTURA OTC TRHU V EVROPSKÉ UNII 43

5.1 VÝVOJ PO IMPLEMENTACI MIFID II 45

5.2 REPORTING POD EMIR 45

5.3 ÚROKOVÉ DERIVÁTY 46

5.3.1 VÝVOJ NOMINÁLNÍCH NEVYPOŘÁDANÝCH POZIC 49

5.3.2 POČET TRANSAKCÍ 50
5.3.3 RIZIKO KONCENTRACE ÚROKOVÝCH DERIVÁTŮ 50
5.4 MĚNOVÉ DERIVÁTY 52
5.4.1 STRUKTURA TRHU 53
5.4.2 POČET TRANSAKCÍ 54
5.4.3 DENOMINACE KONTRAKTŮ 55
5.4.4 RIZIKO KONCENTRACE MĚNOVÝCH DERIVÁTŮ 57
5.5 AKCIOVÉ DERIVÁTY 59
5.5.1 POČET OTEVŘENÝCH TRANSAKCÍ 60
5.5.2 STRUKTURA TRHU DLE DENOMINACE KONTRAKTŮ 61
5.5.3 MÍRA KONCENTRACE EQD TRHU 62
5.6 KREDITNÍ DERIVÁTY 63
5.6.1 VYPOŘÁDÁNÍ CDS KONTRAKTŮ PROSTŘEDNICTVÍM CENTRALIZOVANÝCH PROTISTRAN. 64
5.7 KOMODITNÍ DERIVÁTY 65
5.7.1 STRUKTURA TRHU 66
5.8 CLEARING 68
5.8.1 PROBLÉMY CLEARINGU DERIVÁTOVÝCH KONTRAKTŮ 68
ZÁVĚR 70
SEZNAM ZDROJŮ 72
SEZNAM GRAFŮ 77
SEZNAM PŘÍLOH 79
SEZNAM OBRÁZKŮ 79
PŘÍLOHY 80

ÚVOD

První část práce se zabývá současnou problematikou a vývojem na mimoburzovním trhu, kdy lze v návaznosti na implementaci nové legislativy pozorovat kontinuální zásahy do původní struktury a charakteru celého trhu obecně. Zvýšení intenzity regulatorního rámce zejména vlivem povinného hlášení detailů jednotlivých transakcí a obligatorního vypořádání prostřednictvím centralizovaných protistran značně snižuje variabilitu kontraktů a podstatně mění charakter mimoburzovního trhu, jak jej doposud známe.

V druhé části práce se zaměřuji na obecný popis Směrnice o trzích finančních instrumentů I (MiFID I) a Směrnice o trzích finančních instrumentů II (MiFID II) doplněné o Nařízení o trzích finančních nástrojů (MiFIR) a náležitostem vztahujícím se k implementaci první ze směrnic a její dopady, a následně souvislosti a příčiny pro přijetí navazujícího opatření.

Třetí část interpretuje vývoj na mimoburzovním trhu z globální perspektivy a analyzuje situaci z hlediska struktury trhu a obchodní aktivity prostřednictvím vývoje nevypořádaných nominálních hodnot, hrubých tržních hodnot, hrubé kreditní expozice či doby do splatnosti mimoburzovních kontraktů a dalších faktorů.

Poslední část analyticky klasifikuje aktuální stav mimoburzovního trhu v Evropské unii. Hodnotí a diskutuje dopad implementovaných regulatorních opatření v souvislostech a podrobně analyzuje vývoj u jednotlivých druhů mimoburzovních derivátů dle posledních publikovaných dat. Dále se zaměřuje na stav celkové likvidity trhu, objem pozic, počet transakcí a stupeň konsolidace. Zahrnuje také rizika a důsledky vyplývající ze zavedení centralizace a standardizace trhu.

Cílem práce je posoudit, zdali dochází vlivem vyššího stupně regulace a zavedení povinného vypořádání prostřednictvím centralizovaných protistran k poklesu likvidity na mimoburzovním trhu, a současně zdali je pokles v nevypořádaných nominálních hodnotách na mimoburzovním trhu důsledkem poklesu obchodní aktivity mezi obchodníky.

1. STRUKTURA DERIVÁTOVÝCH KONTRAKTŮ

Deriváty lze strukturovat z mnoha odlišných perspektiv, za základní lze považovat následující členění:[1]

1) druh rizika, na které je derivát vázán,

2) charakter práva vyplývající z kontraktu,

3) forma obchodování,

4) doba splatnosti kontraktu,

5) účel využití derivátů.

Pro účely této práce je nutné vymezit formu obchodování s deriváty. Forma obchodování umožňuje rozeznat dva odlišné typy uspořádání finančního trhu. Z hlediska formy obchodování jsou deriváty členěny na burzovní trh (Exchange Traded market, ETD) a mimoburzovní trh (Over-The-Counter market, OTC).

1.1 Burzovní trh

Na světě existuje rozsáhlé množství různých druhů burz cenných papírů, kde kupující a prodávající navzájem směňují zboží a služby organizovaným a spořádaným způsobem. Na burzovním trhu jsou obchodovány pouze společnosti splňující nejpřísnější požadavky, které stanovují jednotlivé burzovní domy nebo příslušný regulátor.

Burzovní trh se vyznačuje striktní politikou z pohledu uzavření transakce s centralizovanou protistranou, kterou reprezentuje burza cenných papírů, resp. akreditované středisko určené pro vypořádání cenných papírů. Kontrakt od okamžiku svého uzavření až do svého vypořádání podléhá monitoringu prostřednictvím burzy cenných papírů a určeného clearingového střediska. Kontrakty jsou vlivem standardizace charakteristické přesně stanoveným objemem (často vyjadřovaným v lotech) a vymezenou délkou svého trvání.

Burza zabezpečuje průběh transakce po celou dobu jejího trvání, informuje o vývoji nákupních a prodejních cen obchodovaných aktiv, zajištuje transparentnost cen a poskytuje obchodní platformu pro vzájemné spárování protistran a následné uzavření transakce.

---

[1] DVOŘÁK, Petr. Deriváty. Vyd. 2., přeprac. V Praze: Oeconomica, 2008. ISBN 978-80-245-1435-2. S. 33-34.

Hladký proces terminační fáze kontraktu zabezpečuje a garantuje určené vypořádací středisko v zákonem ustanovené lhůtě.

Převážná většina obchodovaných kontraktů je uzavřena před smluveným datem splatnosti a pouze malé procento kontraktů je subjekty drženo až do okamžiku své doby splatnosti. Dle povahy vypořádání rozlišujeme dva základní typy. Fyzické (tradiční) vypořádání představuje fyzické dodání podkladového aktiva při vypořádání kontraktu (např. akcie, dluhopisy, komodity). Peněžní vypořádání zahrnuje finanční vyrovnání mezi sjednanou hodnotou a tržní hodnotou kontraktu (např. akciový index, CDS index).[2]

Standardizace kontraktů vede k eliminaci vyjednávání mezi protistranami a s ním spojenými důsledky zahrnující prodlení, nesoulad a případné další navazující náklady. Vlivem striktního regulatorního rámce, burzovního dohledu, vysokým nárokům pro vstup na trh a garancí vypořádání prostřednictvím určeného vypořádacího střediska je pro burzovní trh typická nižší rizikovost, užší rozpětí nákupních a prodejních cen a vyšší likvidita obchodovaných titulů.

[2] WITZANY, J. Financial Derivatives. Valuation, Hedging and Risk Management. 1. vyd. Praha: Nakladatelství Oeconomica, 2013. 374 s. ISBN 978-80-245-1980-7. S. 8.

1.2 Mimoburzovní trhy (OTC)

Ne veškeré obchodování s deriváty se odehrává na burzovním trhu. Převážná část obchodů je prováděna na tzv. mimoburzovním trhu (OTC). Obchodování na OTC trhu se vyznačuje svojí neorganizovaností. Na mimoburzovním trhu se nevyskytuje předepsaná standardizace kontraktů ani centrální protistrana, která by transakci po celou dobu jejího průběhu zabezpečovala a monitorovala. Zatímco burzovní trh z hlediska potencionálních možností nastavení kontraktů poskytuje pouze omezený prostor pro variabilitu, mimoburzovní trh disponuje možností optimalizovat kontrakt dle vlastních požadavků a představ. Vzhledem k této možnosti např. umožňuje efektivnější a přesnější způsoby pro účely zajištění i u méně likvidních titulů, či provedení spekulace přesně na míru dle představ investorů.

Na OTC trhu probíhá obchodování prostřednictvím automatických systémů, avšak jednou z hlavních odlišností proti burzovnímu trhu představuje fakt, že umístěné nabídky v těchto systémech nejsou dostupné všem účastníkům rovnoměrným způsobem. Nižší transparentnost a nestandardizovanost kontraktů na trhu vede k vyšším transakčním nákladům spojeným s vyhledáním protistrany, obecně nižší likviditě trhu a širším rozdílům v nákupních a prodejních cenách kontraktů. K uzavírání kontraktů standardně docházelo přímo prostřednictvím telefonu, emailu nebo případně za pomoci brokera, nicméně dnes je OTC trh již také charakteristický, podobně jako burzovní trhu, online elektronickým uzavíráním kontraktů.

Mezi hlavní participanty mimoburzovního trhu se řadí banky, velké finanční instituce a manažeři fondů a korporací. Jakmile dojde k uzavření kontraktu, smluvní protistrany využijí vypořádání prostřednictvím centrální protistrany nebo bilaterálně. Vypořádání za pomoci centrální protistrany je charakteristické pro burzovní trh, kde centrální protistranu představuje burzovní vypořádací středisko.

Mimoburzovní trhy představují trhy, na kterých společnosti uzavírají derivátové transakce, aniž by participovaly na samotné burze. Jeden z hlavních rysů OTC trhů představuje možnost zajištění rizika způsobem „perfect hedge“ neboli zajištění přesně pokrývající jakýkoliv výskyt případné odchylky. Tento koncept představuje ideální stav zajištění pro účely modelování rizika.

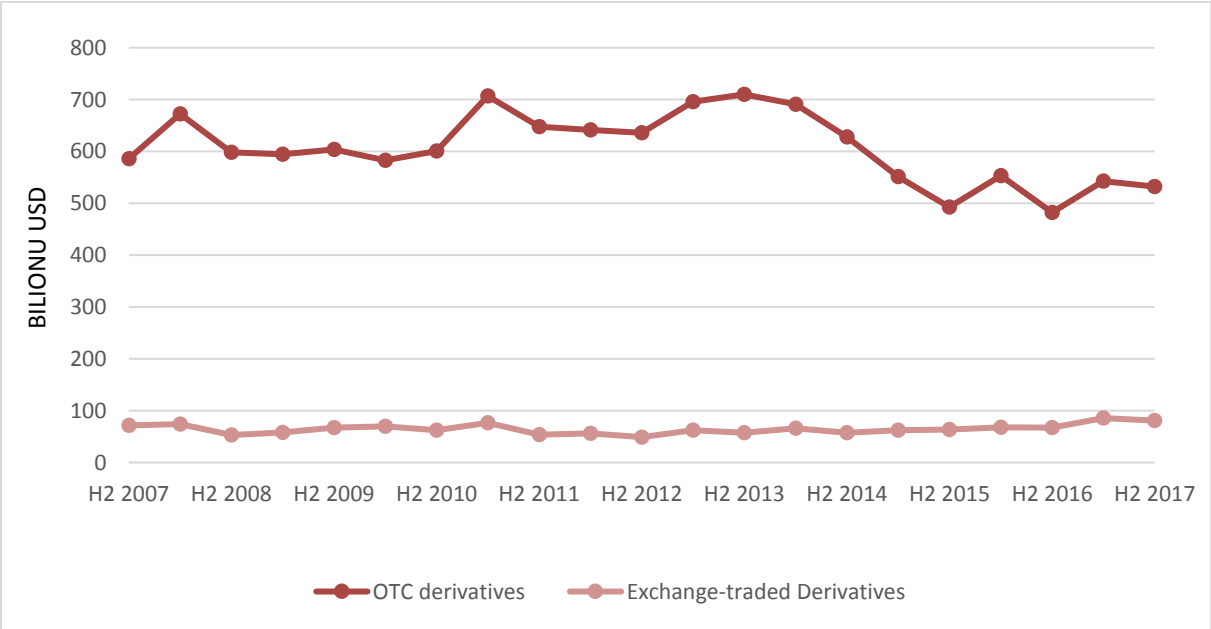
1.2.1 Bilaterální vypořádání

Mimoburzovní transakce, které nejsou vypořádány prostřednictvím centralizované protistrany, jsou vypořádány bilaterálně. Při bilaterálním vypořádání protistrany ve většině případů uzavírají vzájemnou smlouvy vztahující se na jejich veškeré vzájemné obchody.[3] Smlouva stanovuje podmínky, za jakých může dojít k zániku transakce, jakým způsobem je kalkulována částka pro vypořádání v případu předčasného ukončení transakce a způsob výpočtu celkové výše zajištění kontraktu. Tato smlouva také obsahuje doložku, ve které stanovuje, která z protistran (resp. obě zúčastněné) poskytuje zajištění. Toto zajištění lze považovat za obdobu variační marže při obchodování na burzovním trhu s centralizovanou protistranou. Bankovní instituce často vystupují jako tvůrci trhu (Market Makers) pro případy běžných transakcí, což znamená, že jsou připraveny kótovat nákupní a prodejní cenu.

1.2.2 Velikost trhu

Burzovní i mimoburzovní trhy přesahují velikostí otevřených pozic miliardy USD. Ve srovnání velikosti otevřených pozic či průměrné velikosti jedné transakce je trh mimoburzovní oproti burzovnímu podstatně větší, nicméně z hlediska počtu transakcí je naopak dominantní trh burzovní.

Graf 1 - Velikost trhu nevypořádaných nominálních pozic



Zdroj: Bank for International Settlements, vlastní zpracování, [cit. 2018-12-07]

[3] Nejběžnější typ smlouvy představuje Master Agreement od Mezinárodní asociace pro swapy a deriváty (International Swaps and Derivatives Association, ISDA).

1.3 Regulace OTC trhů

V období před finanční krizí, která vznikla v roce 2007, byla politika regulace mimoburzovních derivátů značně uvolněná a odvětví jako celek značně neregulované. V návaznosti na finanční krizi byla adaptována mnohá zpřísňující regulatorní opatření ovlivňující vývoj celého mimoburzovního trhu. Hlavní důvod nové legislativy zahrnoval především požadavky vedoucí ke zvýšení transparentnosti, tržní efektivnosti a snížení systémového rizika. Změny v regulaci v období po finanční krizi zahájili transformaci celého mimoburzovního trhu směrem k trhu burzovnímu.

1.3.1 Za hlavní změny lze považovat:

- Standardizované mimoburzovní deriváty v USA musí, pokud je to možné být obchodovány prostřednictvím Swapového výkonného střediska (Swap Execution Facility, SEF). Tyto platformy operují prostřednictvím shromažďování nabídek a poptávek, které jsou automatizovány a obchodovány tržními participanty.
- Požadavek na vypořádání prostřednictvím centralizované protistrany pro nejpoužívanější derivátové transakce.
- Veškeré transakce musí být hlášeny centrálnímu registru[4].

Tradičně mimoburzovní transakce nevyžadovaly žádnou počáteční marži, nicméně od roku 2012 nová regulaci požaduje složení počáteční i variační marže pro finanční instituce.[5] Počáteční marže je od transakce evidována samostatně. Bez ohledu na to, zdali se jedná o burzovní nebo mimoburzovní transakci, bývá počáteční marže složená v peněžních prostředcích úročena. Naproti tomu variační marže u burzovních transakcí úročena není, a to z důvodu každodenního vypořádání transakcí. U mimoburzovních transakcí je situace u variační marže odlišná, jelikož nedochází ke každodennímu vypořádání, bývá standardně variační marže, která je složena v peněžních prostředcích, úročena.

[4] HULL, John. Options, futures, and other derivatives. Ninth edition. Boston: Pearson, [2015]. ISBN 01-334-5631-5. S. 33.

[5] Zahrnuje banky, pojišťovací společnosti, penzijní fondy a hedge fondy.

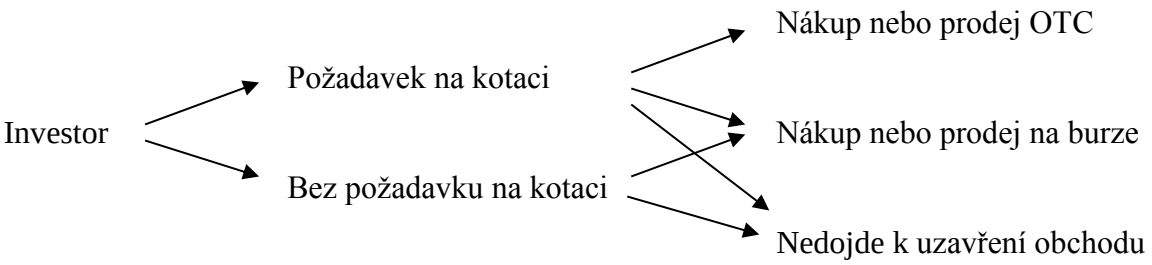
1.3.2 Průběh OTC transakce

OTC trh se oproti burzovnímu trhu odlišuje pravidly pro uzavření obchodu a anonymitou protistran před uzavřením obchodu. Na burzovním trhu jsou nákupní a prodejní ceny kótovány tvůrcem trhu (Market Maker), zatímco ceny u OTC transakcí jsou neveřejné. Při obchodování OTC kontraktů je pro investory nezbytné získat informace od obchodníka, který poskytne investorovi závaznou nabídku prodejní nebo nákupní ceny (v praxi většinou požaduje jednu z uvedených cen). Požadavek na kotaci instrumentu obchodníkovi odhaluje identitu investora, na jejímž základě posléze stanovuje úroveň ceny. Jelikož je převážná část OTC obchodů s cennými papíry a swapy prováděna elektronicky, lze konstatovat, že náklady na získání protistrany a vyřízení obchodu jsou srovnatelné s náklady na burzovním trhu.

Elektronizace mimoburzovních transakcí prostřednictvím konkurenčních elektronických platforem je výsledkem regulace tohoto odvětví, např. Dodd-Frank Act vyžaduje elektronické obchodování se všemi swapy, podobně také pravidla směrnice MiFID II v Evropské Unii požadují téměř pro všechny mimoburzovní obchody uzavření prostřednictvím elektronické platformy (více viz kapitola č. 2).

Obchodování probíhá ve čtyřech krocích. V první fázi Market maker uveřejní prodejní a nákupní cenu na burze. Pokud investoři hledají lepší nebo alternativní cenu mohou požádat o kotaci na OTC trhu. V druhém kroku, v případě, že investor požádal o alternativní nabídku, obdrží kotaci nákupní nebo prodejní ceny. Třetí krok zahrnuje otevření transakce dle závazné nabídky nebo k otevření transakce nedojde. Poslední fází je samotná realizace transakce a výplata z aktiva.[6]

Schéma rozhodovacího procesu



[6] LEE, Tommy a Chaojun WANG. Why Trade Over-the-Counter? When Investors Want Price Discrimination [online]. 2017 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3087647

1.4 Měření velikosti OTC trhu

Pro posouzení celkové velikosti OTC lze využít několik odlišných přístupů. Statistiky derivátových kontraktů jsou vykazovány v převážné většině na bázi nominálních otevřených pozic (Notional amounts outstanding) nebo hrubých tržních hodnot (Gross market value).

1.4.1 Nominální otevřené pozice

Nominální otevřené pozice představují hrubou nominální[7] nebo pomyslnou hodnotu veškerých otevřených derivátových transakcí, u kterých ještě nedošlo k vypořádání či jinému započtení v okamžiku zaznamenání statistiky. Data jsou získávána na konsolidované bázi a nezahrnují interní podnikové transakce. Pro kontrakty s pohyblivou nominální hodnotou je závazná aktuální nominální hodnota v době reportingu.

Nominální nevypořádané pozice představují měřítko velikosti trhu. Zobrazují náhled na relativní velikost a růst objemu peněžních prostředků a derivátových trhů.[8]

1.4.2 Hrubá tržní hodnota

Představuje součet absolutních hodnot všech nevypořádaných derivátových transakcí zahrnující kladné i záporné hodnoty, které jsou oceněny aktuálními tržními hodnotami ke stanovenému datu. Kdy kladná tržní hodnota nevypořádaných transakcí participujícího je tvořena součtem hodnot, ve kterých by participující při uzavření transakce při tržních cenách ke stanovenému datu inkasoval zisk (představují pohledávky vůči protistranám). Záporná tržní hodnota participujících je tvořena součtem hodnot, ve kterých by participující při uzavření transakce při tržních cenách ke stanovenému datu představoval ztrátu (představují závazky vůči protistranám).

Výraz „hrubá“ indikuje, že u transakcí s kladnými a zápornými nahrazeními hodnot vůči stejné protistraně nedochází ke vzájemnému započtení. U některých transakcí, např. měnové deriváty, úrokové swapy, akciové a komoditní deriváty, se součty pozitivních a negativních hodnot navzájem nezapočítávají.

Hrubá tržní hodnota poskytuje informace o potenciální velikosti tržního rizika v derivátových transakcích a přenosu asociovaných finančních rizik. Hrubá tržní hodnota také

---

[7] Při vypořádání je transakce mezi CCP a oběma protistranami započítána pouze jedenkrát

[8] Reporting guidelines for semi-annual OTC derivatives statistics at end-June 2018 [online]. Bank for International Settlements, 2018 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.scb.se/contentassets/33bdc993c23f4e77b643b230332d326f/1_guidelines_otc_june_2018.pdf. S. 4.

představuje měřítko ekonomického významu, které je porovnatelné napříč různými produkty a trhy.[9]

1.4.3 Hrubá kreditní expozice (Gross credit exposure)

Hrubá kreditní expozice je kalkulována jako hrubá tržní hodnota minus hodnoty započítané navzájem u kontraktů se stejnou protistranou napříč všemi rizikovými kategoriemi u smluv, u kterých je bilaterální započtení umožněno ve smlouvě. Hrubé kreditní expozice jsou měřítkem expozice kreditního rizika protistran (před započtením zajištění transakcí).

[9] Bank for International Settlements [online]. [cit. 2018-11-26]. Dostupné z: https://www.bis.org/statistics/glossary.htm

1.5 Metodika statistik

V současné době statistiky nevypořádaných pozic, objem obchodů, způsob vypořádání a jejich klasifikace dle smluvních protistran, měny transakcí, rizikové třídy či typu derivátového kontraktu agregují Banka pro mezinárodní vypořádání (Bank of International Settlements, BIS), Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (European Securities and Market Authority, ESMA) a Komise pro termínované obchodování s komoditami (Commodity Futures Trading Commission, CFTC).

1.5.1 Banka pro mezinárodní vypořádání (BIS)

Data publikovaná BIS pro OTC derivátové transakce kombinuje dva zdroje: data reportovaná každých 6 měsíců reportovaná obchodníky s deriváty ve 12 různých jurisdikcích a data reportovaná každé 3 roky obchodníky ve 30 různých jurisdikcích. Kombinované výsledky indikují, že srovnání obou datových zdrojů vykazuje shodu 99 % u kreditních derivátů, 98 % u akciových derivátů a 96 % u úrokových derivátů k I. pololetí roku 2016.[10]

Statistiky OTC derivátových trhů jsou reportovány na agregované státní úrovni.[11] Data jsou sbírána centrálními bankami či jinými národními autoritami a následně předávána BIS. Celkový počet reportujících pro data publikovaná každých 6 měsíců zahrnuje 70 obchodníků ze 12 států.[12]

1.5.2 Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA)

ESMA publikuje data zahrnující čistě EEA. Přístup ke sběru dat je odlišný od přístupu sběru dat u BIS. Data jsou sbírána prostřednictvím obchodních registrů, které získávají hlášení přímo od každé individuální instituce podléhající regulatornímu rámci EMIR pro povinný reporting. K dnešnímu datu povinně hlásí data sedm obchodních registrů. Veřejně dostupná data zahrnují nevypořádané nominální pozice, hrubé tržní hodnoty, počty otevřených transakcí či týdenní nárůst těchto pozic v konkrétním počtu otevřených kontraktů. Nicméně neveřejné konkrétní detaily a charakteristiky každé transakce, které musí obchodníci hlásit, zahrnují celkem až 75 proměnných.

---

[10] Poslední datum publikovaných dat s tříletou periodou

[11] Namísto individuálních institucí

[12] OTC derivatives statistics at end-June 2018 [online]. Bank for International Settlements, 2018 [cit. 2018-11-26]. Dostupné z: https://www.bis.org/publ/otc_hy1810.pdf. S. 6.

1.6 Regulatorní trendy směřující k redukování aktivity na OTC trzích

Regulátoři v EU, US, Japonsku a dalších částech světa podporují centralizovanost na burzovním trhu cenných papírů a derivátů s cílem redukovat aktivity OTC trhu. Ve Spojených státech byla v roce 2009 přijata regulace známá jako Dodd-Frank Act, která vyžaduje elektronické obchodování pro většinu swapů prostřednictvím středisek (Swap Execution Facility, SEF), které vyžadují obchodování prostřednictvím limitovaného obchodního systému na bázi objednávkové knihy. Regulace v Japonsku zahrnuje podobná opatření.[13]

Hlavními argumenty regulátorů, jejichž snahou je přesunout aktivitu z OTC trhů na trhy burzovní je především zvýšit transparentnost na OTC trhu, zajistit snazší monitoring trhu, využít multilaterálního započtení, možnost sdílení ztráty v případě defaultu jedné protistrany mezi ostatními protistranami, standardizace kontraktů atd.

V Evropské Unii se řadí mezi hlavní legislativní úpravu OTC trhů převážně EMIR, MiFID I, MiFID II a MiFIR. Dále jsou pro participanty určující regulatorní opatření, jako jsou např. směrnice Capital Requirements Directive (CRD IV) a nařízení Capital Requirements Regulation (CRR).

[13] Více viz DUFFIE, Darrell, Piotr DWORCZAK a Haoxiang ZHU. Benchmarks in Search Markets [online]. The Journal of Finance, 2017 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/jofi.12525. Autoři poskytují náhled regulatorních trendů na finanční trhy v post-recesi. Swapy spadající pod regulaci Dodd-Frank Act a korespondující regulace v Japonsku.

2. MIFID I

Směrnice Evropského parlamentu a rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004, která vešla v platnost od 31. ledna 2007 do 2. ledna 2018, je jedním ze základních kamenů regulace Evropské unie v oblasti finančních trhů.

Směrnice historicky navazuje na směrnici Rady 93/22/EHS ze dne 10. května 1993 o investičních službách v oblasti cenných papírů (Investment Services Directive, ISD), jejíž účelem bylo stanovení podmínek, při kterých by oprávněné investiční podniky a banky mohly v rámci svých aktivit poskytovat zvláštní služby nebo zřizovat pobočky v jiných členských státech na základě tohoto oprávnění a pod dohledem domovského regulátora. Směrnice usilovala o harmonizaci požadavků pro investiční podniky, které se vztahovaly k získání povolení, provozu a pravidel chování. Dále také stanovila podmínky harmonizace pro fungování regulovaných trhů.

2.1 Kategorizace

„Regulované trhy“ (RMs) a „Multilaterální obchodní systémy“ (MTF) jsou „multilaterální systémy spravovány a řízeny organizátorem trhu, který umožňuje nebo usnadňuje spárování několika třetích stran s nákupními nebo prodejními zájmy v oblasti finančních instrumentů“. Třetí systém infrastruktury tvoří „systematický internalizátor“ (SI). SI je „investiční podnik, který organizovaně, často a systematicky obchoduje na vlastní účet prováděním příkazů klientů mimo regulovaný trh nebo MTF“.[14]

2.1.1 Regulovaný trh

Regulovaný trh (Regulated Market, RM) představuje multilaterální systém řízený organizátorem trhu, který umožňuje několika třetím stranám s nákupními či prodejními zájmy spravedlivě v uspořádaném obchodování zajistit účinné provedení transakcí. Pravidla pro přístup jsou veřejně publikována. RM nejsou oprávněny zasahovat do spárovaných principal obchodů[15].

---

[14] SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004: O trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS, článek č. 6, 27, 34 In:. Úřední věstník Evropské unie: EVROPSKÝ PARLAMENT A RADA EVROPSKÉ UNIE.

[15] Principal obchod představuje obchod, ve kterém obchodník jedná jako broker, ale obchoduje instrumenty z vlastního portfolia.

2.1.2 Multilaterální obchodní systém

Multilaterální obchodní systém (Multilateral Trading Facility, MTF) je systém řízený investiční firmou nebo organizátorem trhu, který umožňuje několika třetím stranám s nákupními či prodejními zájmy spravedlivě v uspořádaném obchodování zajistit účinné provedení transakcí. Organizátor MTF musí zveřejnit cenu, objem a čas provedených transakcí u dluhopisů a strukturovaných produktů.[16]

Pravidla pro přístup k obchodnímu systému jsou veřejně publikována a nejsou pro participanty diskriminační.[17] MTF není oprávněn zasahovat do spárovaných principal obchodů. Minimální počet členů MFT jsou 3 členové/uživatelé. Zahrnuje specifická opatření pro identifikace a řízení střetu zájmů. MTF využívá systémy pro rozpoznání a snižování operačních rizik.

2.1.3 Systematický internalizátor

Systematický internalizátor (Systematic internaliser, SI) je investiční podnik, který na organizované, pravidelné, systematické a podstatné bázi obchoduje na vlastní účet prováděním klientských příkazů vně systémů RM, MTF a OTF (OTF v kapitole MiFID II) bez provozování multilaterálního systému. Z technického hlediska je SI spíše instrument než investiční firma samotná. SI musí publikovat nákupní a prodejní kotace pro likvidní instrumenty, které musí reflektovat aktuální podmínky na trhu. Pro nelikvidní instrumenty musí SI stanovit kotace na žádost klientů. Podstatné je, že SI se nesmí skládat z interního spárovacího systému, který provádí příkazy klientů na multilaterální bázi (jednalo by se o MTF).[18]

Investiční podnik je kategorizován jako systematický internalizátor v případě, kdy u vymezených derivátů za posledních 6 měsíců:

- Se počet mimoburzovních obchodů, které provádí na vlastní účet při provádění pokynů klientů rovná nebo přesahuje 2,5 % všech obchodů s příslušným druhem derivátu provedených v EU v libovolném obchodním systému nebo na mimoburzovním trhu.

---

[16] Sorbonne-Assas International Law School. Differences and Similarities of Regulated Markets and Multilateral Trading Facilities

[17] Multilateral and Bilateral Trading under MiFID II - How is my platform/venue categorised? [online]. LEXOLOGY, 2016, 20. září 2016 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=ae2e6dff-8167-447b-8f8b-f35b3c14b650

[18] Comparison of Execution Venues [online]. Liquidnet [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.liquidnet.com/uploads/Comparison-of-Execution-Venues.pdf

- Mimoburzovní obchody u likvidních i nelikvidních derivátů, které provádí na vlastní účet při provádění pokynů klientů s daným derivátem, uskutečňují v průměru jednou týdně.
- Rozsah mimoburzovního obchodování, které provádí na vlastní účet nebo při provádění pokynů klientů rovná nebo přesahuje 25 % z celkového obratu u tohoto druhu derivátu nebo 1 % z celkového obratu daného derivátu uskutečněného v EU.[19]

Za předpokladu, že při uzavření transakce není ovlivněna tržní cenu instrumentu, není tato transakce započítána.[20] Směrnice zahrnuje četné množství principů pro dosažení cílů v oblasti zvýšení vzájemné konkurence mezi jednotlivými obchodními systémy na sekundárním trhu. Evropská komise je formuluje následovně:

„MiFID se skládá z rámce pravidel navržených k podpoře konkurence mezi jednotlivými obchodními systémy pro vykonávání služeb takovým způsobem, jako zvýšení možností pro investora, podpora inovací, nižší transakční náklady, zvýšení účinnosti procesu tvorby cen na úrovni celého Společenství.“[21]

Zároveň klade velký význam na protekci jednotlivých investorů, posílení jejich postavení vůči kvalifikovaným protistranám a vymezuje zavedení nového obchodního systému v souladu s nejvyššími požadavky na dodržení pravidel transparentnosti.

„Vzhledem k dvojímu cíli ochrany investorů a zajištění řádného fungování trhu cenných papírů je nezbytné zajistit, aby transakce byly plně transparentní a aby pravidla pro regulované trhy stanovená za tímto účelem platila pro investiční podniky, pokud jsou činné na trhu. Aby mohli investoři nebo účastníci trhu kdykoli vyhodnotit podmínky transakce s akciemi, kterou zvažují, a následně ověřit podmínky, ze kterých byla provedena, měla by být stanovena společná

---

[19] SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY 2014/65/EU ze dne 15. května 2014: o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU [online]. Úřední věstník Evropské unie: EVROPSKÝ PARLAMENT A RADA EVROPSKÉ UNIE, 2014 [cit. 2019-01-07].

[20] Questions and Answers: On MiFID II and MiFIR transparency topics [online]. European Securities and Markets Authority, 2018 [cit. 2018-12-07]. ISBN ESMA70-872942901-35. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-35_qas_transparency_issues.pdf

[21] SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004: O trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS, článek č. 41 In:. Úřední věstník Evropské unie: EVROPSKÝ PARLAMENT A RADA EVROPSKÉ UNIE.

pravidla pro zveřejňování ukončených transakcí s akciemi a údajů o aktuálních příležitostech obchodů s akciemi.[22] *"*

V duchu zabezpečení tohoto tvrzení požaduje MiFID dodržování a splnění stanovených prerekvizit v zájmu dosažení tížených benefitů. Tyto prerekvizity mimo jiné také vedou k naplnění účinků s podstatným ekonomickým významem.

2.2 Transparentnost

MiFID rozlišuje transparentnost ve dvou rovinách:

- Transparentnost před uzavřením obchodu, která požaduje, aby byl investorům poskytován přístup ke kótovaným nabídkám vztahujícím se obchodování nebo informacím ohledně toku objednávek naakumulovaných v objednávkové knize,
- transparentnost po uzavření obchodu, která vyžaduje šíření informací u již proběhlých obchodních transakcí.

Transparentnost před uzavřením obchodu zahrnuje RM a MTF, které jsou nabídkově řízené, musí publikovat nejlepší nákupní a prodejní nabídku pro každého tvůrce trhu a regulovaný trh, zatímco objednávkově řízené MTF jsou povinné publikovat pět prodejních a nákupních nabídek. Transparentnost po uzavření obchodu vyžaduje poskytnutí detailů provedených obchodů, např. datum, množství, cenu a obchodní systém, kde byla transakce provedena.

„Korektní hospodářská soutěž vyžaduje, aby účastníci trhu a investoři mohli porovnávat ceny, které musí jednotlivé systémy obchodování (tj. regulované trhy, MTF a zprostředkovatelé) zveřejňovat.[23] *"*

---

[22] SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004: O trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS, článek č. 44. In:. Úřední věstník Evropské unie: EVROPSKÝ PARLAMENT A RADA EVROPSKÉ UNIE.

[23] SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004: O trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS, článek č. 34. In:. Úřední věstník Evropské unie: EVROPSKÝ PARLAMENT A RADA EVROPSKÉ UNIE.

Směrnice považuje transparentnost za esenciální z hlediska redukce počtu bariér, které mohou zabraňovat procesu formování cen, a spoléhá na tržní mechanismy, které tržní participanti vyžadují, např. srovnání nezávislých tržních cen.

2.2.1 Nejvýhodnější způsob provedení

Nejvhodnější způsob provedení zahrnuje pro obchodní systémy povinnosti rychlého a postupného provedení příkazů, zahrnuje provize ohledně provedení příkazů a jednání v souladu s nejlepšími zájmy klientů a také vnáší požadavky na standardizaci kontraktů pro účely srovnatelnosti mezi různými obchodními systémy. Směrnice vymezuje nejvýhodnější způsob provedení následovně:

K zajištění toho, že investiční podniky budou provádět příkazy klientů za podmínek nejpříznivějších pro klienta, je nutné investičním podnikům uložit účinnou povinnost „nejvýhodnějšího způsobu provedení“.[24]

2.2.2 Ochrana investorů

V rámci ochrany investorů směrnice specifikuje opatření na ochranu investorů dle specifických rysů každé kategorie. Rozděluje investory na:

- Profesionální
- Neprofesionální
- Protistrany

Každá skupina investorů s sebou nese jiné požadavky na úroveň kvalifikace či rozsah činnosti. Primární důraz je kladen na vymezení kompetencí a práv neprofesionálních protistran, ať už prostřednictvím úpravy jednání v nejlepším zájmu klienta, nebo konkrétní prověření odbornosti neprofesionálních protistran dle stanovených předpisů. Klientem se zde rozumí jakákoli fyzická nebo právnická osoba, které investiční podnik poskytuje investiční nebo doplňkové služby.

---

[24] SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004: O trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS, článek č. 33. In:. Úřední věstník Evropské unie: EVROPSKÝ PARLAMENT A RADA EVROPSKÉ UNIE.

2.3 Další body směrnice

- Směrnice reagovala na rostoucí počet aktivních investorů, kteří využívali ještě komplexnější a širší množství služeb a finančních nástrojů. V rámci právní úpravy byla dále nezbytná kontinuální harmonizace, aby bylo možné investorům zajistit vyšší stupeň ochrany.
- Dále aplikovala regulaci provozování MTF, která upravovala realizaci finančních transakcí s finančními nástroji bez ohledu na metody obchodování použité k uzavírání těchto transakcí. Regulace se vztahovala k hlavním mechanismům pro provádění příkazů u nové generace organizovaných obchodních systémů. MTF přestal vnímat investiční podniky jako obchodníky na vlastní účet, ale jako protistranu, která vstupuje mezi kupujícího a prodávajícího, a tudíž je také zodpovědná za riziko.
- V zájmu zabezpečení ochrany investorů a stability finančního systému musí osoby poskytující investiční poradenství podléhat povolení vydanému domovským dohledovým orgánem. Tento orgán má pravomoc povolení při porušení pravidel odebrat. Směrnice je v souladu s konceptem Basel II.
- Směrnice se snaží zabránit střetu zájmů mezi různými činnostmi a zájmy klientů, které investiční podniky vykonávají současně.

Vztah k OTC trhům

Účelem směrnice je uplatňovat pravidla na transparentnost před uzavřením kontraktu na OTC trzích, které jsou prováděny profesionálními protistranami skrze obchodní systémy standardně (pro činnost systematického internalizátora), a jejichž povaha a objem v rámci obchodního vztahu odpovídaly standardnímu objemu průměrných tržních transakcí.

„Cíl spočívající ve vytvoření integrovaného finančního trhu, na kterém jsou investoři účinně chráněni a efektivita a integrita celkového trhu je zaručena, vyžaduje stanovení společných regulativních požadavků týkajících se investičních podniků bez ohledu na to, kde jsou ve Společenství povoleny, a upravujících fungování regulovaných trhů a jiných obchodních systémů tak, aby netransparentnost nebo narušení jednoho trhu nemohly podkopat účinné fungování evropského finančního systému jako celku.“[25]

[25] SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004: O trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady

MiFID I podstatným způsobem modifikovala prostředí a strukturu sekundárních kapitálových trhů v Evropě. Nové obchodní infrastruktury, které vstoupily na trh, vyústily v pokles tržního podílu pro největší akciové burzy a pro mnoho instancí snížilo obchodní poplatky.

Zatímco se tržní struktura přizpůsobovala prostředí po implementaci MiFID I, průměrná cena objednávky se značně snížila v důsledku strukturální a technologické změny, a v reakci na ni obchodování skrze tzv. dark pools[26] nabylo značně na svém významu. Navíc, podpora a usnadňování některých z těchto strukturálních tržních změn a prudké a podstatné technologické změny přispěly k významnému navýšení rychlosti tržních transakcí a zároveň značnému nárůstu v oblasti algoritmického obchodování.[27]

2.4 Zhodnocení výsledků MiFID I.

Jedním z cílů MiFID I. bylo zvýšit integraci v rámci Evropské Unie. Původní koncept předpokládal, že plná integrace Evropských kapitálových trhů vyústí v nižší náklady na obchodování a to mezi 25–90 % v závislosti na jednotlivých obchodních systémech v EU zahrnujících 15 členských států (EU15).

Toto snížení obchodních nákladů mělo odhadem snížit o 10–50 bazických bodů náklady na kapitál jako výsledem levnějšího obchodování v dlouhém období. Snížení nákladů na kapitál společně se snížením nákladů na dluh vlivem zvýšení integrace finančního trhu mělo stimulovat investice během dlouhého období a tím i zvýšit úroveň HDP z hlediska dlouhého období. Celková předpověď pro růst HDP ve stálých cenách pro EU15 byla stanovena na 1,1 % v dlouhém období.[28]

Tyto odhady byly upraveny pro roky zahrnující počátek finanční krize 2006 až říjen 2007 a roky 2008 a 2009 byly úplně vyloučeny v důsledku vzniku finanční krize a vzniku značně nestálých tržních podmínek. V rámci shrnutí vývoje implicitních obchodních nákladů v jednotlivých obchodních systémech v EU v letech 2000 až 2007 skutečně došlo k poklesu

---

2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS, článek č. 71. In:. Úřední věstník Evropské unie: EVROPSKÝ PARLAMENT A RADA EVROPSKÉ UNIE.

[26] „Dark pools“ jsou typem alternativního obchodního systému, který umožňuje protistranám obchodovat bez nutnosti sdělit své úmysly nebo identitu před uzavřením transakce.

[27] Understanding the Impact of MiFID: in the Context of Global and National Regulatory Innovations [online]. London Economics, 2010 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://londoneconomics.co.uk/wp-content/uploads/2011/09/12-Understanding-the-Impact-of-MiFID-in-the-Context-of-National-and-Global-Regulatory-Innovations.pdf. S. 1.

[28] Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets [online]. London Economics, 2002 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: http://londoneconomics.co.uk/wp-content/uploads/2011/09/103-Quantification-of-the-Macro-economic-Impact-of-Integration-of-EU-Financial-Markets.pdf. S. vi.

obchodních nákladů. MiFID I skutečně zvýšila integraci finančního trhu na trhu sekundárního obchodování a skrze to snížila náklady na obchodování. Londýnská studie dochází k závěru, že ceteris paribus, MiFID v dlouhém období zvýšila úroveň HDP ve stálých cenách v Evropské Unii o 0,7 – 0,8 %.

3. MIFID II

Směrnice Evropského parlamentu a rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU, která vešla v platnost od 3. ledna 2018, upravuje a rozšiřuje původní směrnici z roku 2004. Vchází v platnost společně s nařízením Evropského parlamentu a rady č. 600/2014 o trzích finančních nástrojů (Markets in Financial Instruments Regulation, MiFIR).

Regulace klade důraz na zvýšení odolnosti, transparentnosti a obecně zlepšení investičního prostředí na finančních trzích v Evropské a je součástí schválených opatření v návaznosti na finanční krizi. Směrnice MiFID II znamená pro organizované obchodování finančních instrumentů přechod na multilaterální a regulované obchodní platformy nebo splňovat pravidla a požadavky pro obchody prováděné prostřednictvím OTC trhu.

MiFID II zahrnuje striktní nařízení, která vedou k zamezení obchodů ve stínové sféře s akciemi a dalšími kapitálovými instrumenty, které zabraňují účinnému a spravedlivému procesu formování cen.[29] Dále obsahuje obecná pravidla, která jsou specifikována konkrétními prováděcími normami. Pravidla směrnice jsou transponována do jednotlivých právních úprav ve všech členských zemích EU. Švýcarsko aplikuje regulaci na podobné bázi.

3.1 Změny v MiFID II

MiFID II rozšiřuje původní směrnici v několika rovinách. Mezi hlavní body spadá: ochrana klientů, transparentnost, úprava obchodních systémů, data reporting, publikace příslušných informací a úprava komoditních derivátů.[30]

Rozšíření působnosti

MiFID II je oproti původní směrnici rozšířena o finanční instrumenty:

- Strukturovaná depozita vydávaná nebo prodávaná kreditními společnostmi
- Jisté strukturované maloobchodní investiční produkty (PRIIPs)[31]
- Veškeré emisní povolenky (karbon aj.)

---

[29] MiFID II [online]. HSBC, 1 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.about.hsbc.pl/hsbc-in-poland/directives-and-acts/mifid-2

[30] The impact of MiFID II's regulatory framework on the OTC markets [online]. perfect channel, 2016, , 1 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.perfectchannel.com/blog/the-impact-of-mifid-iis-regulatory-framework-on-the-otc-markets/

[31] Packaged Retail and Insurance-based Investment Products

- Prodej finančních instrumentů prodávaných investičními firmami

3.1.1 Zákaz placení a udržování pobídek

Na základě tohoto jediného článku dochází k otřesu celého odvětví. Zakazuje běžné užití pobídek pro individuální správu aktiv a „nezávislé“ poradenství.

Podstatný rozdíl mezi směrnicí MiFID a MiFID II tvoří článek č. 24. Zatímco MiFID vedla ke generování vyšších nákladů na dodržování právních předpisů, MiFID II představuje významné ohrožení celkových příjmů. MiFID II tedy již není pouhé pravidlo pro dodržování předpisů na finančním trhu, ale vytváří výzvy i týkající se celkových výnosů a díky tomu i strategie a organizace obchodního modelu.[32]

3.1.2 Zvýšení ochrany investorů

Série opatření vedoucích k posílení ochrany investorů:

- Poradenství od investiční firmy musí splňovat dvě kritéria, aby bylo považováno za „nezávislé“: i) odhad dostatečného množství finančních instrumentů, např. nejen produkty v rámci jednoho státu. ii) zdrží se od přijímání či udržování pobídek od třetích stran
- Individuální portfolio management se zdrží od přijímání či udržování pobídek od třetích stran
- Klienti poradenství a portfolio managementu obdrží detailní posouzení vhodnosti investic v periodické zprávě o výkonnosti
- Před a po-obchodní informace klientům budou rozšířeny o konkrétní detailní informace ohledně poplatků a dalších úplat inkasovaných investiční firmou
- Změna definic nekomplexních instrumentů a vyřazení UCITS[33], což implikuje, že bude požadováno vhodné ohodnocení před každým prodejem strukturovaných UCITS. Nebude již postačovat příkaz „Pouze provedení (Execution-Only)[34]“.

---

[32] From MiFID I to MiFID II, what are the main changes? [online]. Deloitte, 2014 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/financial-services/IM/mifidii-changes.pdf. S. 2.

[33] Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities – Směrnice o kolektivním investování

[34] Obchodní služba, která je omezena pouze na provedení příkazu, bez toho, aby klient obdržel rady ohledně rizik investic či jejich udržitelnosti. Využití nachází převážně u zkušených investorů.

3.1.3 Tvorba nového obchodního systému OTF

MiFID II představuje novou kategorii obchodního systému zvanou organizovaný obchodní systém (Organised Trading Facility, OTF). OTF reprezentuje multilaterální systém, který není regulatorním systémem ani MTF. V rámci OTF mohou třetí strany se zájmem koupit nebo prodat dluhopisy, strukturované finanční produkty, emisní povolenky nebo deriváty provádět interakci směřující k uzavření kontraktu.[35] Prostřednictvím OTF není možné obchodovat akcie.

K vytvoření OTF vedla iniciace zabezpečit v rámci multilaterálního obchodního systému takové transakce, které předchozí právní úprava nezahrnovala do multilaterálně obchodovatelného prostředí. Zpřísnění legislativy tvoří další krok směřující k posílení transparentnosti, a především ke snížení výskytu neprůhledných struktur tržních modelů a produktů. OTF charakterizuje pro participanty na trhu takovou obchodní platformu, která v rámci infrastruktury EU MiFID II umožňuje splnit nároky pro obchodování s deriváty.

Klíčový rozdíl mezi OTF a MTF je možnost OTF použít diskrétní přístup při párování nákupních a prodejních příkazů za předpokladu, že užití diskrétnosti je v souladu s postupným řazením obchodních příkazů a nejvýhodnějším způsobem provedení pro klienty. MiFID II tímto poskytuje likviditu a cenovou transparentnost té třídě aktiv, které jsou tradičně méně likvidní. Zřízení OTF přináší také vyšší míru konkurence pro významné participanty na trhu, kteří obchodují ve velkých objemech.

Navzdory diskrétnímu přístupu, MiFID II poskytuje širokou řadu opatření navržených tak, aby vyhrazovala OTF jako unikátní obchodní platformu, ve které je organizátor obchodu „neutrální“.[36] Tato opatření se skládají ze závazků na transparentnost nebo přístupových pravidel k obchodnímu systému podobně jako u MTF.

---

[35] Organised Trading Facilities (OTFs) [online]. FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, FCA [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.fca.org.uk/mifid-ii/4-organised-trading-facilities-otfs

[36] Organised trading facilities: how they differ from MTFs [online]. Financier Worldwide, 2015 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.financierworldwide.com/organised-trading-facilities-how-they-differ-from-mtfs/#.XApIfZPA-Uk

3.1.4 Základní rozdíly mezi MTF a OTF

Navzdory mnoha podobnostem se platformy odlišují ve dvou základních bodech. Prvním bodem je možnost OTF organizátorů zasáhnout do spárování transakcí.

Na rozdíl od RM nebo MTF, má organizátor OTF právo provádět transakce na platformě dle vlastního uvážení. Tato možnost bude uplatňována ve dvou stupních: i) když se organizátor rozhodne zaslat příkaz k transakci do OTF nebo ii) když se organizátor rozhodne nespárovat specifické příkazy s ostatními dostupnými nabídkami v systému v daném čase. V důsledku těchto pravomocí jsou organizátoři subjektem opatření MiFID provádět příkazy nejlepším způsobem provedení, zabránit střetu zájmů, posoudit vhodnost transakcí a zabránit případným pobídkám.

OTF zajišťují volnost v umísťování, či rušení příkazů a také poskytují možnost náhledu, do jaké míry bude příkaz realizován dle dostupných nabídek v systému. Na druhou stranu OTF může zprostředkovat vzájemné vyjednávání u určitých transakcí mezi klienty s kompatibilními zájmy.[37] OTF nemá možnost stát se SI, či navázat propojení s dalším OTF.

OTF na rozdíl od MTF mohou obchodovat pouze dluhopisy, strukturované finanční produkty, deriváty a emisní povolenky. OTF neumožňuje obchodování akcií. Oproti MTF je vyžadováno méně striktních omezení pro aktivity organizátora OTF, které může provést. OTF organizátor má větší volnost ve vztahu ke spárovaným principal obchodům a obchodování na vlastní účet. U systémů RM a MTF jsou protistrany vnímány jako participanti nebo členové, u OTF jsou vnímány jako klienti, což zahrnuje přístup ochrany klienta.

3.2 Rozhodnutí dle vlastního uvážení

ESMA v oblasti rozhodnutí dle vlastního uvážení vydala extenzivní pokyny, které přesně definují tento způsob provedení příkazu prostřednictvím OTF. V návaznosti na článek č. 20 (6), ESMA důkladně analyzuje působnost užití vlastního uvážení na dvou příslušných úrovních:

a) **Vlastní uvážení příkazu**

b) **Vlastní uvážení při provedení příkazu**

[37] Trading venues [online]. Deutsche Börse Group [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: http://deutsche-boerse.com/dbg-en/regulation/regulatory-dossiers/mifid-mifir/mifid-i-to-mifid-ii/market-structure/trading-venues

3.2.1 Vlastní uvážení příkazu prostřednictvím OTF

- Když investiční firma nebo organizátor trhu obdrží příkaz od klienta „vlastní uvážení“ představuje posouzení organizátora trhu, zdali příkaz vůbec umístí do systému, v jakém objemu a kdy tak učiní
- Příkaz vždy musí splňovat pravidla na ochranu klienta
- V případech, kdy budou klienty organizátorovi OTF poskytnuty specifické instrukce, se již organizátor nebude řídit vlastním uvážením, ale dodržením příslušných specifických instrukcí

3.2.2 Vlastní uvážení při provedení příkazu prostřednictvím OTF

- Vlastní uvážení na úrovni provedení musí být v souladu se specifickými instrukcemi klienta a za politiky nejvýhodnějšího uzavření transakce.
- V čase provedení autorizace nebo na ad-hoc bázi tržní organizátor nebo investiční firma provozující OTF musí být schopni poskytnout místně kompetentní autoritě detailní popis, jakým bude přístup vlastního uvážení uplatněn, kdy bude konkrétní příkaz na OTF umístěn nebo případně stažen, a kdy a jak budou klienti spárováni[38]
- Kontroly organizátora trhu vedoucí k zajištění férového a postupného řazení příkazů nejsou posuzovány jako uplatnění přístupu vlastního uvážení

3.2.3 Problémy přístupu dle vlastního uvážení

S ohledem na uplatnění přístupu vlastního uvážení prostřednictvím OTF dochází k nárůstu specifických problémů. Mezi nimi např. zdali bude přístup uplatňován na bázi příkazu za příkazem, tzn. Posouzení každého jednotlivého příkazu zvlášť či posuzování stejných typů příkazu identickým způsobem. Vzhledem k tomu ESMA rozlišila legální požadavky na úrovni příkazu a na úrovni transakce.

Kontroverzní faktor představuje fakt, že lidská intervence do plně automatického systému není nezbytně nutná pro zachování přístupu vlastního uvážení.[39] MiFID II je tzv.

---

[38] SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY 2014/65/EU ze dne 15. května 2014: o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU [online], článek č. 20. Úřední věstník Evropské unie: EVROPSKÝ PARLAMENT A RADA EVROPSKÉ UNIE, 2014 [cit. 2019-01-07]. Dostupné z: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0065&from=CS

[39] ESMA clarifies market structure issues under MiFID II [online]. European Securities and Markets Authority, 2017 [cit. 2019-01-07]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-clarifies-market-structure-issues-under-mifid-ii

„technologicky neutrální“ a opravňuje využití jakéhokoliv obchodního protokolu provozovaném v systému OTF, při splnění daných legislativních kritérií.

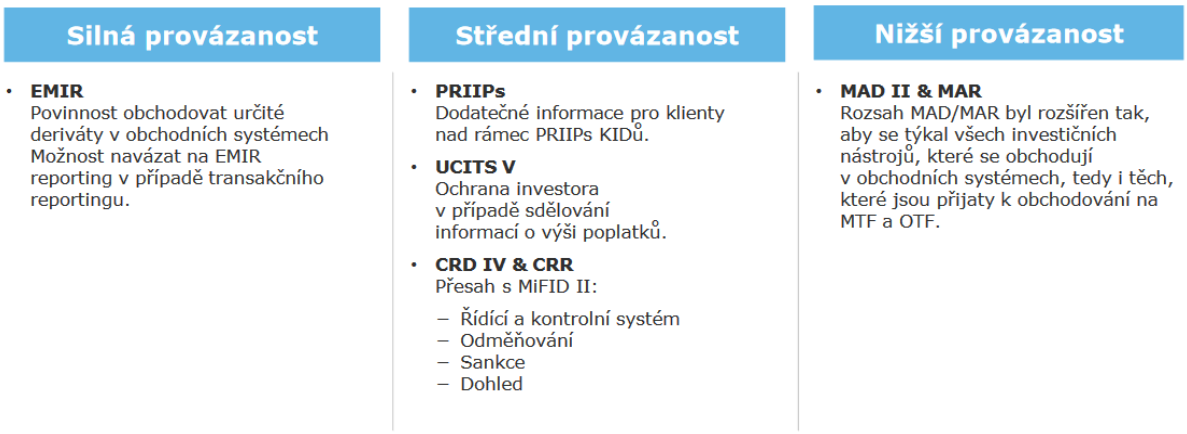
V případě, kdy přístup vlastního uvážení uskutečněný na úrovni provedení, tj. kdy, v jakém množství a kolik obchodních příkazů klientů bude spárováno, by nemělo vyloučit možnost využití automatizovaných systémů, za předpokladu, že dochází ke splnění regulatorních požadavků. Tzn., že přístup vlastního uvážení lze využít i v případě plně automatizovaných systémů a nejedná se tak pouze o znak charakteristický pro MTF.

Jako jeden z podstatných faktorů, kterým se odlišují algoritmy provozované MTF a algoritmy provozované OTF je skutečnost, že u OTF se předpokládá, že systém bude zahrnovat vnější tržní faktory či jiné externí zdroje informací, pro splnění podmínek aplikace uplatnění přístupu vlastního uvážení. [40]

3.2.4 Provázanost dalších regulací s MiFID II / MiFIR

Z hlediska vzájemného souladu s další regulací a identifikace přesahu jednotlivých regulací je MiFID II / MiFIR (viz Obrázek č. 1) vzájemně provázán především se směrnicí EMIR[41], která určuje povinnost obchodovat určité deriváty v obchodních systémech (strukturované produkty, komoditní deriváty) a také v případě transakčního reportingu umožňuje na EMIR navázat. EMIR zahrnuje především požadavky a pravidla vztahující se k vypořádání derivátových transakcí.

Obrázek 1 - Vztah MiFID II / MiFIR k ostatní regulaci



Zdroj: Deloitte, MiFID II / MiFIR, [cit. 2018-12-07]

---

[40] Organised Trading Facility (OTF) [online]. Emissions - European Union Emissions Trading Scheme, 2018, 4 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.emissions-euets.com/trading-venues/organised-trading-facility-otf

[41] NAŘÍZENÍ EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY (EU) č. 648/2012 ze dne 4. července 2012: o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů (EMIR).

3.3 MiFIR

Nařízení o trzích finančních nástrojů č. 600/2014 (Markets in Financial Instruments Regulation, MiFIR) obsahově doplňuje směrnici MiFID II Zaměřuje se především na upřesnění stanovené regulace v oblasti OTC trhů a derivátů a propojení s legislativním rámcem EMIR.

Nařízení stanovuje jednotné požadavky úprav ve vztahu k:

a) uveřejňování údajů o obchodech;
b) hlášení obchodů příslušným orgánům;
c) obchodování s deriváty v organizovaných systémech;
d) nediskriminační přístup k zúčtování a nediskriminační přístup k obchodování s referenčními hodnotami;
e) pravomoci příslušných orgánů, orgánu ESMA a orgánu EBA pro zásahy u produktů a pravomoci orgánu ESMA týkající se kontrol řízení pozic a limitů pozic.
f) poskytování investičních služeb či výkon investičních činností podniky ze třetích zemí s pobočkou či bez pobočky na základě příslušného rozhodnutí Komise o rovnocennosti.[42]

Nařízení implementuje standardizaci clearingu pro OTC deriváty, které jsou považovány za dostatečně likvidní a způsobilé k vypořádání prostřednictvím centrálních protistran.[43] Tato regulace mění samotnou původní definici OTC derivátů, jako kontraktů bez regulatorních požadavků na vypořádání.

„Jelikož OTC deriváty jsou definovány jako deriváty, k jejichž realizaci nedochází na regulovaném trhu, je nutné tímto nařízením zavést obdobné požadavky pro regulované trhy. Clearing derivátů obchodovaných na regulovaném trhu by měl být rovněž prováděn centrálně.“[44]

---

[42] NAŘÍZENÍ EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY (EU) č. 600/2014: O trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012. In: . EVROPSKÝ PARLAMENT A RADA EVROPSKÉ UNIE, 2014. Dostupné také z: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600&from=EN. S. 96-97.

[43] Dle dohody dosažené účastníky summitu skupiny G20 v Pittsburghu dne 25. září 2009 o přesunu obchodování se standardizovanými OTC deriváty na burzy

[44] NAŘÍZENÍ EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY (EU) č. 600/2014: O trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012. Článek č. 37. In: . EVROPSKÝ PARLAMENT A RADA EVROPSKÉ UNIE, 2014. Dostupné také z: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600&from=EN

Dále nařízení požaduje informační povinnost za účelem sledování spravedlivého a řádného fungování trhů i investičních činností. Tato povinnost je vztažena k příslušnému orgánu, který referenční informace neprodleně předá orgánu ESMA, který je bude dále využívat pro účely podrobnější analýzy.

„Podrobnosti o obchodech s finančními nástroji by měly být hlášeny příslušným orgánům, aby tyto orgány mohly odhalovat a vyšetřovat případy možného zneužívání trhu a sledovat spravedlivé a řádné fungování trhů, jakož i činnosti investičních podniků.“[45]

Pro zajištění účelu těchto hlášení jako nástroje pro monitorování trhu musí v být v hlášení identifikovány smluvní protistrany, tj. osoba, která přijala investiční rozhodnutí, i osoby odpovědné za jeho uskutečnění. Požaduje také, aby investiční podniky a organizátoři trhu vedli podrobné záznamy provedených transakcí.

„Za účelem snazšího provedení jednoho nebo více pokynů zákazníků týkajících se dluhopisů, strukturovaných finančních produktů, povolenek na emise a derivátů, u nichž byla podle článku 5 nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 (1) stanovena povinnost clearingu, bude moci organizátor organizovaného obchodního systému přistoupit ke „spárování pokynů na vlastní účet“ ve smyslu směrnice 2014/65/EU, pokud s tím zákazník souhlasil.“[46]

3.3.1 Vymezení derivátů jako subjekt MiFIR

Nařízení MiFIR v souladu s EMIR vymezuje kategorie derivátů do vzájemně propojených podmnožin, přičemž první třída v sobě obsahově zahrnuje druhou a má značně širší záběr působnosti:

i. Třída derivátů, které jsou deklarované jako subjekt obchodních požadavků a pravidel,
ii. Třída derivátů, které jsou deklarované jako subjekt povinného vypořádání skrze CCP.

---

[45] NAŘÍZENÍ EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY (EU) č. 600/2014: O trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012. Článek č. 32. In: . EVROPSKÝ PARLAMENT A RADA EVROPSKÉ UNIE, 2014. Dostupné také z: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600&from=EN

[46] NAŘÍZENÍ EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY (EU) č. 600/2014: O trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012. Článek č. 9. In: . EVROPSKÝ PARLAMENT A RADA EVROPSKÉ UNIE, 2014. Dostupné také z: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600&from=EN

i. Derivátové transakce jako subjekt obchodních požadavků a pravidel

MiFIR stanovuje obecná pravidla pro identifikaci derivátů, které jsou subjektem obchodních regulatorních požadavků a pravidel.[47] Ačkoliv detaily pro derivátové transakce nejsou přímo součástí MiFIR lze je nalézt v doplňující sekundární legislativě.
Technické standardy determinují následující prerekvizity pro derivátové transakce:

- Třída derivátů nebo relevantní podskupina musí být připuštěna k obchodování na regulovaném trhu nebo musí být obchodována alespoň na jednom regulovaném trhu, MTF nebo OTF.
- Třída derivátů nebo relevantní podskupina musí být považována za dostatečně likvidní.

ESMA disponuje také pravomocí identifikovat derivát či derivátovou transakci a tuto transakci předat k posouzení Evropské komisi, která jej může určit jako subjekt povinný plnit obchodní pravidla a požadavky nebo subjekt podléhající vypořádání prostřednictvím CCP.[48]

ii. Kritéria pro determinaci derivátů jako subjektů pro vypořádání prostřednictvím CCP

Derivátové transakce, které jsou subjektem povinného vypořádání prostřednictvím CCP jsou swapy denominovány v EUR, USD, GBP a indexované CDS.[49] Non-par swapy, zahrnující Market Agreed Coupon (MAC)[50] nejsou subjektem pro povinné vypořádání skrze CCP.

3.3.2 Požadavky na transparentnost

Rozdílné požadavky na transparentnost jsou aplikovány pro obchodní systémy a investiční firmy. Pro obchodní systémy požadavky na transparentnost zahrnují před obchodní,

---

[47]NAŘÍZENÍ EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY (EU) č. 600/2014: O trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012. Článek 32. In: . EVROPSKÝ PARLAMENT A RADA EVROPSKÉ UNIE, 2014. Dostupné také z: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600&from=EN

[48] Platí i pro derivát, pro jehož vypořádání nebyla autorizována žádná CCP nebo který není připuštěn k obchodování nebo obchodován prostřednictvím obchodního systému.

[49] Kompletní přehled instrumentů a jejich specifikací viz Příloha č. 2

[50] Standardizované úrokové swapy, které poskytují určitý počet nejčastěji používaných nastavení pro IRS kontrakty, pro snadnou převoditelnost a dodržení podmínek pro vypořádání skrze CCP.

která představuje indikaci nabídek a hloubku obchodních nabídek. Post obchodní transparentnost, která představuje zveřejnění obchodních nabídek a jejich objem regulátorovi. Zahrnuje také striktnější režim výjimek z regulace.

Pro investiční firmy platí povinnost zveřejnění nabídek, obchodování skrze regulovaný trh nebo obchodní systém a hlášení konkrétních detailů transakce národně kompetentní autoritě. Na uživatele obchodních systémů se vztahuje povinnost uchovávat záznamy provedených transakcí. Dále pro organizátory MTF, OTF a investiční firmy zavádí hlášení provedených transakcí včetně informací o obchodním rozhodnutí národně kompetentním autoritám.[51]

3.3.3 Komoditní deriváty

MiFID II nově zavádí limity pozic pro komoditní deriváty. Tyto limity pozic se vztahují na komoditní deriváty obchodované na regulovaných trzích, MTF, OTF a na kontrakty, které jsou označovány jako ekonomicky ekvivalentní (Economically-Equivalent OTC Contracts, EEOTC). EEOTC kontrakty nemusí být obchodovány prostřednictvím obchodního systému, nicméně investiční podniky musí tyto pozice hlásit přímo příslušné národně kompetentní autoritě (National Competent Authority, NCA). Definice EEOTC je nicméně natolik striktní, že reálný výskyt těchto kontraktů je minimální.

Dále MiFID II ruší výjimky pro osoby, jejichž hlavní obchodní aktivitou je obchodování na vlastní účet s komoditami a komoditními deriváty. MiFID II současně zavádí povinný reporting pozic. Tento reporting se vztahuje na jednotlivé tržní participanty vzhledem k jejich příslušnému obchodnímu středisku, které dále reportuje tyto informace regulátorovi.
Rozšiřuje pravomoci orgánu ESMA budou o možnost intervence ve vztahu k řízení pozic. Nyní bude ESMA oprávněna vyžadovat snížení nebo úplné zrušení pozic s komoditními deriváty. Dále může po jednotlivých participantech požadovat poskytnutí likvidity trhu na dočasné bázi.

3.3.4 Dohled regulátora

MiFIR nově opravňuje entity EBA a ESMA možností zakázat jakýkoliv finanční produkty, aktivity nebo praktiky, které vzbuzují vážné obavy o ochranu investorů, narušení integrity finančních nebo komoditních trhů či stability systému, ještě před jeho uvedením na trh či jinou formou distribuce. Entity jsou dále oprávněny veřejně uvalit administrativní sankce, tresty a pokuty.

---

[51] Technical summary - MiFIR (Regulation) [online]. pwc [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.pwc.lu/en/mifid/technical-summary-mifir.html

3.4 Herfindahl – Hirschmanův Index (HHI)

3.4.1 Definice

Herfindahl – Hirschmanův Index (nebo jen zkrácené označení Herfindahl index) se využívá v rámci teoretického základu antimonopolní politiky k měření koncentrace daného odvětví na trhu. S klesající koncentrací odvětví, tj. pokud roste konkurence, se tento index snižuje. Index nabývá hodnot od 0 do 10 000.[52] Vysoké hodnoty indexu vedou k monopolistické situaci, zatímco nízké hodnoty se přibližují ke scénáři dokonalé konkurence. Čím nižší je HHI, tím vyšší je síla, kterou disponují spotřebitelé v daném odvětví. V důsledku toho budou na trhu figurovat nižší ceny a marže zprostředkovatelů budou stlačeny.

3.4.2 Výpočet HHI:

$$HHI = \sum_{i=1}^{n} (\frac{x_i}{T} * 100)^2,$$

kde n je počet konkurentů na trhu a x_i je hodnota i-tého konkurenta na trhu, $T = \sum_{i=1}^{n} x_i$, a $0 < i \leq n$, $i \in \mathbb{Z}^+$, $n \in \mathbb{Z}^+$.[53] Index lze jednoduše kalkulovat, za předpokladu, že známe jednotlivé podíly konkurentů na trhu. Např. pokud máme trh skládající se ze tří konkurentů a jejich podíly na trhu jsou {80, 120, 250, 50}. V tomto případě bude suma těchto hodnot 500 a HHI bude kalkulován následujícím způsobem:

$$HHI = \left(\frac{80}{500} * 100\right)^2 + \left(\frac{120}{500} * 100\right)^2 + \left(\frac{250}{500} * 100\right)^2 + \left(\frac{50}{500} * 100\right)^2 = 3432$$

Dle Ministerstva spravedlnosti Spojených států amerických[54], HHI s hodnotou nižší než 1500 představuje odvětví s minimální mírou tržní koncentrace. Hodnoty HHI v pásmu od 1500 do 2500 reprezentují odvětví s mírnou tržní koncentrací a hodnoty přesahující 2500 jsou

---

[52] Herfindahl - Hirschmanův Index [online]. Česká národní banka [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/docs/ARADY/MET_LIST/hhipoj_cs.pdf

[53] MPRA Munich Personal RePEc Archive Bounds of Herfindahl-Hirschman index of banks in the European Union [online]. Munich Personal RePEc Archive, 2016 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://mpra.ub.uni-muenchen.de/72922/1/MPRA_paper_72922.pdf

[54] Horizontal Merger Guidelines. In:. U.S. Department of Justice and the Federal Trade Commission, 2010. Dostupné také z: https://www.justice.gov/atr/horizontal-merger-guidelines-08192010#5c

charakteristické pro odvětví s vysokou mírou tržní koncentrace. Dále dochází k uplatnění obecného pravidla v případě, kdy by vlivem transakce došlo k navýšení hodnoty HHI o více než 200 bodů, docházelo by k oprávněným legislativním obavám, že transakce může zapříčinit narušení konkurence v daném odvětví. U takových transakcí by bylo nutné dále prokázat, že nedochází k přeměně daného odvětví na monopolistický scénář.[55]

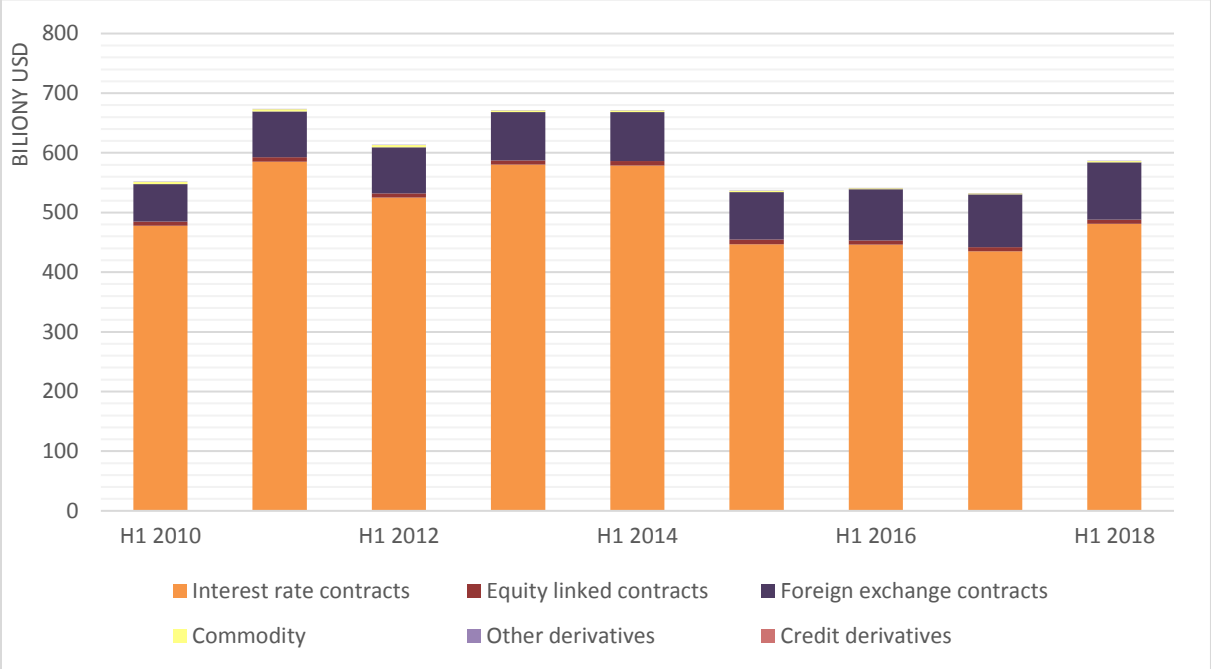
HHI slouží jako kvantitativní měřítko, které může regulátor využít v případě uplatnění veta transakce při akvizicích a fúzích významných subjektů na trhu. V ČR je index pro vykazující subjekty kalkulován Českou národní bankou (ČNB) periodicky na čtvrtletní bázi. Vykazující subjekty tvoří podílové a investiční fondy, fondy kolektivního investování, bankovní instituce, poskytovatelé spotřebitelských úvěrů a finančního leasingu a pojišťovny. BIS a ESMA využívají HHI pro určení stupně koncentrace v rámci alokace obchodních center s OTC deriváty.

[55] Herfindahl-Hirschman Index, HHI [online]. Corporate Finance Institute [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/herfindahl-hirschman-index-hhi/

4. STRUKTURA OTC TRHU Z GLOBÁLNÍ PERSPEKTIVY

Strukturu a velikost OTC trhů lze posoudit na základě nevypořádaných nominálních hodnot, hrubých tržních hodnot či vývoje objemu transakcí za dané sledované období.

Graf 1- Struktura nevypořádaných nominálních pozic OTC derivátů dle druhu rizikové třídy



Zdroj: Bank for International Settlements, vlastní zpracování, [cit. 2018-12-07]

Poslední uveřejněné hodnoty[56] nevypořádaných nominálních pozic na globálním OTC trhu indikují oživení a odchýlení od hodnoty 500 bil. USD, kdy hodnota za první kvartál činí 594,8 bil. USD. Jedná se tak o meziroční nárůst o 9,7 %. Segment trhu z hlediska tříd aktiv rostl jako celek s výjimkou kreditních derivátů, přičemž největší nárůst objemu pozic zaznamenaly úrokové deriváty. Největší podíl na nárůstu úrokových derivátů představovaly úrokové deriváty v USD, především pak krátkodobé kontrakty. Podstatný nárůst aktivity zaznamenaly i ETD, kde denní obrat futures a opcí dosáhl rekordních 9,6 bil. USD za měsíc únor.

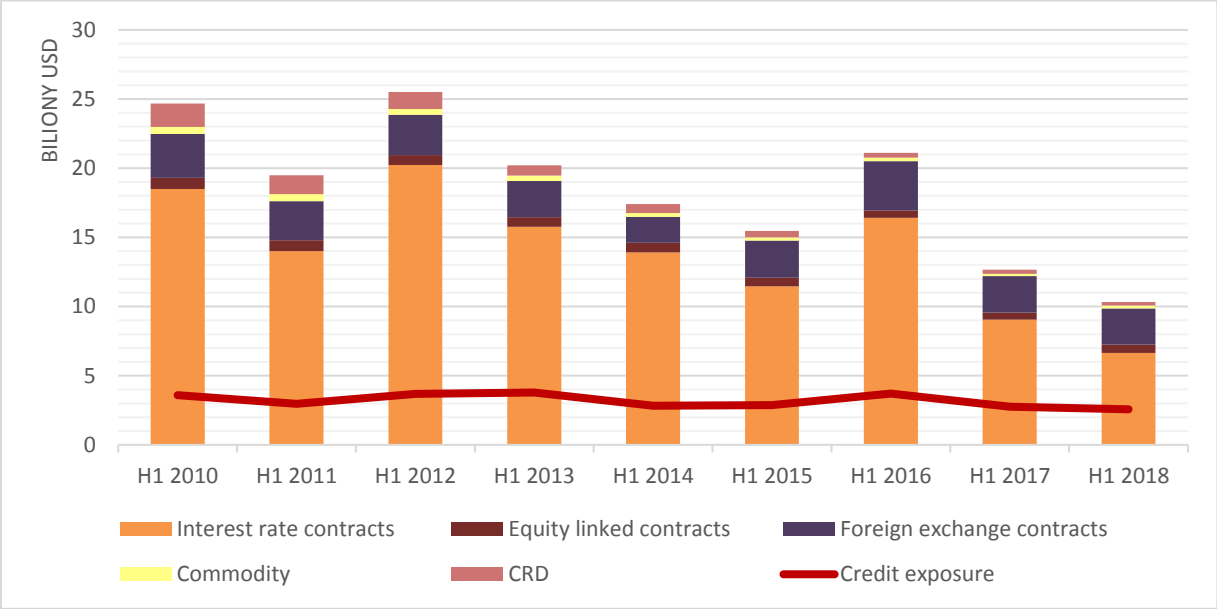
Naproti tomu hrubá tržní hodnota OTC derivátů, která poskytuje více vypovídající měřítko z hlediska tržního rizika a kreditního rizika protistrany, pokračovala v propadu z 11,45 bil. USD zaznamenaného v H2 2017 na 10,77 bil. USD v H1 2018, což představuje relativně 6% pokles. Naposledy byla tak nízká hodnota zaznamenána před vznikem finanční krize v červnu roku 2007. Pokračující propad v hrubých tržních hodnotách odráží část

[56] OTC derivatives statistics at end-June 2018 [online]. Bank for International Settlements, 2018 [cit. 2018-11-26]. Dostupné z: https://www.bis.org/publ/otc_hy1810.pdf. S. 2.

strukturálních změn na OTC trhu. Tyto změny zahrnují vypořádání prostřednictvím CCP a větší možnosti pro obchodní kompresi, která umožňuje eliminace ekonomicky redundantních derivátových pozic. Navíc, v poslední době stále větší počet bank zaznamenává variační marži na deriváty, které budou vypořádány prostřednictvím CCP, jako platbu za vypořádání, namísto platby za zajištění. V praxi se tento proces nazývá Settled-to-Market (STM), který umožňuje protistranám „získat vlastnictví“ nad přijatým kolaterálem. V důsledku toho jsou platby za variační marže započítávány jako platby za vypořádání transakcí namísto plateb za zajištění a tržní hodnota derivátových transakcí je denně resetována na nulu. STM, které je čím dál více uplatňováno pro IRS skrze to ústí v nižší hrubé tržní hodnoty pro daný typ derivátu.[57]

Největší propad hrubých tržních hodnot zaznamenávají úrokové deriváty, od jejichž vývoje se primárně odvíjí dynamika celého OTC trhu. K dlouhodobému poklesu dochází také u hrubých úvěrových expozic, které upravují hrubé tržní hodnoty snížené o vzájemně započitatelné částky u bilaterálně započitatelných smluv (není však započítáno zajištění) z 2,68 bil. USD H2 2017 na aktuální hodnotu 2,57 bil. USD v H1 2018, která se dostává také na úrovně dosahované na počátku roku 2007.[58]

Graf 2- Vývoj hrubých tržních hodnot derivátů dle druhu rizikové třídy



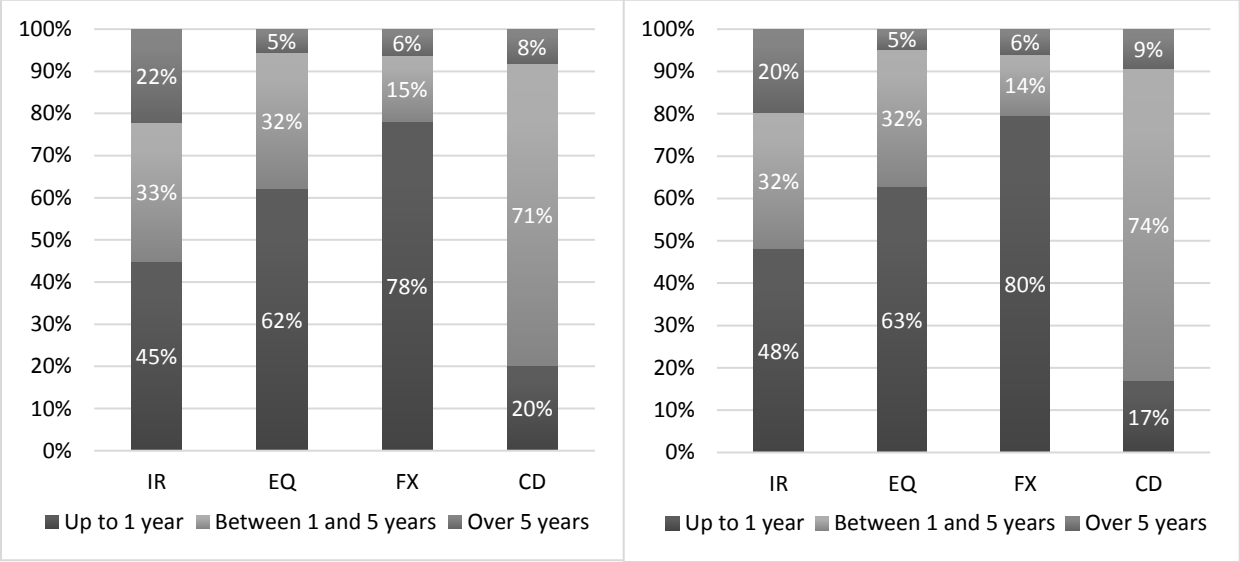
Zdroj: Bank for International Settlements, vlastní zpracování, [cit. 2018-12-07]

[57] OTC derivatives statistics at end-June 2018 [online]. Bank for International Settlements, 2018 [cit. 2018-11-26]. Dostupné z: https://www.bis.org/publ/otc_hy1810.pdf. S. 4.

[58] OTC derivatives statistics at end-December 2017 [online]. Bank for International Settlements, 2018 [cit. 2018-11-26]. Dostupné z: https://www.bis.org/publ/otc_hy1805.pdf. S. 2.

Z hlediska srovnání kontraktů dle doby do splatnosti je většina kontraktů držena s dobou do splatnosti jednoho roku s výjimkou kreditních derivátů, kde převažuje doba do splatnosti od jednoho do pěti let. V případě kreditních derivátů tvoří majoritní podíl CDS kontrakty, které jsou uzavírány nejčastěji na dobu splatnosti tří let. Největší relativní nárůst obchodní aktivity o 3 % zaznamenaly IR kontrakty denominované v USD s dobou do splatnosti méně než jeden rok, které zahrnují především Overnight Interest Swapy (OIS). Stejný nárůst podílu byl podobně zaznamenán u střednědobých CDS kontraktů, nicméně z důvodu poklesu obchodní aktivity. Lze konstatovat, že v poslední době dochází k významnému poklesu otevřených CDS kontraktů s dobou do splatnosti méně než jeden rok a současně k poklesu otevírání nových kontraktů CDS.

Graf 3- Komparace derivátových kontraktů s rozdílnou dobou do splatnosti v letech 2017 a 2018



Zdroj: Bank for International Settlements, vlastní zpracování, [cit. 2018-12-07][59]

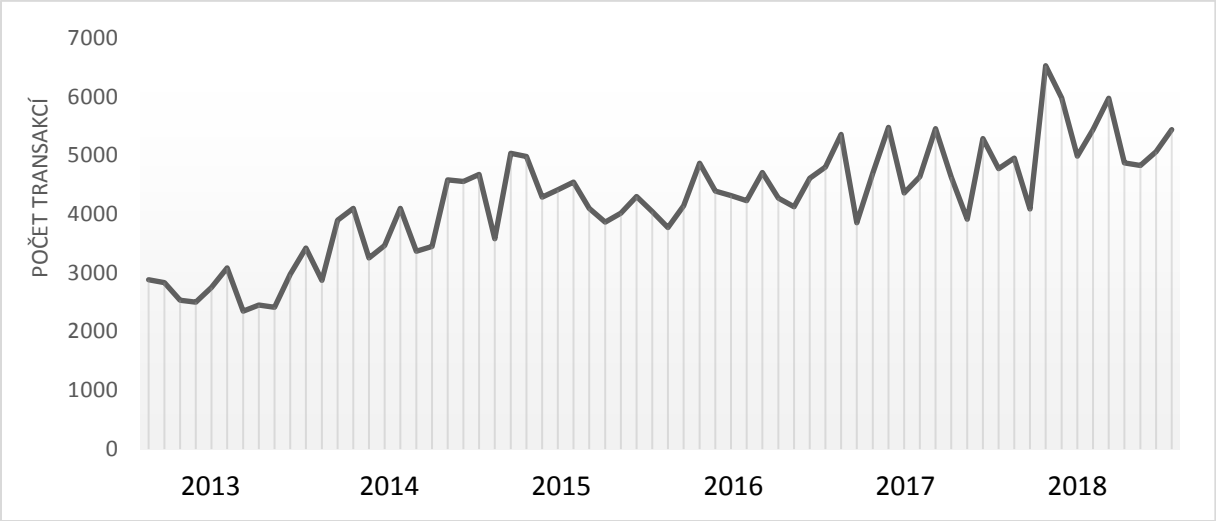
Podstatný nárůst je zaznamenán také u měnových derivátů s dobou do splatnosti jednoho roku, kdy celkové nominální hodnoty měnových derivátů dosahují historických maxim. Nejmenší podíl nevypořádaných nominálních hodnot z hlediska doby do splatnosti činí kontrakty s dobou do splatnosti vyšší než pět let, kdy jsou takto reálně využívány víceméně pouze deriváty na úrokovou míru.

[59] IR – úrokové deriváty, EQ – akciové deriváty, FX – měnové deriváty a CD – kreditní deriváty.

4.1 Počet obchodů úrokových derivátů

Počet reportovaných obchodů s úrokovými deriváty za posledních 5 let zaznamenává značný nárůst, kdy se v posledním roce vychýlil z pásma hodnot od 4000 do 5000 obchodů denně, a na počátku roku 2018 dokonce překonal hranici 6000 provedených obchodů průměrně během každého dne v daném měsíci. V porovnání s rokem 2013 je možné na počátku roku 2018 pozorovat více než dvojnásobný průměrný počet provedených obchodů denně.

Graf 4- Denní průměry počtu transakcí úrokových derivátů měsíčně



Zdroj: International Swaps and Derivatives Association, ISDA, vlastní zpracování, [cit. 2018-12-07]

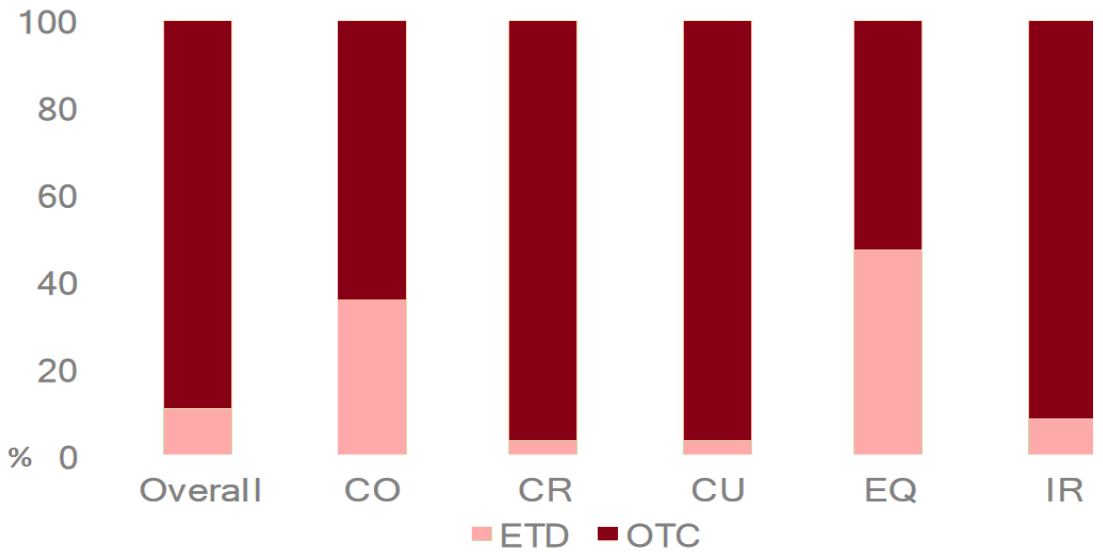
5. STRUKTURA OTC TRHU V EVROPSKÉ UNII

Pokrytí statistik zahrnuje veškeré derivátové transakce, ve kterých má alespoň jedna z protistran domicil v EU.[60] Data jsou založeny na EMIR trade-state datech, což zahrnuje všechny transakce na konci referenčního dne v souladu se stavem derivátové transakce během životního cyklu derivátu.[61]

Obchodování a provedení derivátových kontraktů hraje podstatnou roli v celkové tržní integritě. Je nezbytné, aby toto obchodování splňovalo vysoké nároky na účinnost a podléhalo pravidlům transparentnosti. Na základě globálního trendu dochází k převážné většině derivátových transakcí na území Evropského hospodářského prostoru (European Economic Area, EEA) prostřednictvím mimoburzovního trhu, kdy celkový objem transakcí uskutečněných prostřednictvím OTC představuje 86 % proti 14 % u transakcí ETD.

Z hlediska druhu bazického aktiva derivátů dle *hrubých tržních hodnot* je až 97 % kreditních (CR) a měnových (CU) derivátů obchodováno mimoburzovně. Majoritní podíl úrokových derivátů 92 % (IR), většina komoditních derivátů (CO) 65 % a většina akciových derivátů (EQ) 52 % jsou obchodovány prostřednictvím OTC trhu (viz Graf č. 5).

Graf 5- Poměr hrubých tržních hodnot obchodovaných ETD a OTC dle druhu bazického aktiva v EU, prosinec 2017



Zdroj: Registry obchodních údajů (Trade Repositories, TR), ESMA[62], [cit. 2018-12-07]

---

[60] EMIR také aplikuje data z Evropského ekonomického území, tzn. Participanty s domicilem v Norsku, Islandu a Lichtenštejnsku

[61] EU Derivatives Markets [online]. European Securities and Markets Authority, 2018 [cit. 2018-12-07]. ISBN ESMA 50-165-670. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-639_esma-rae_asr-derivatives_2018.pdf. S. 10.

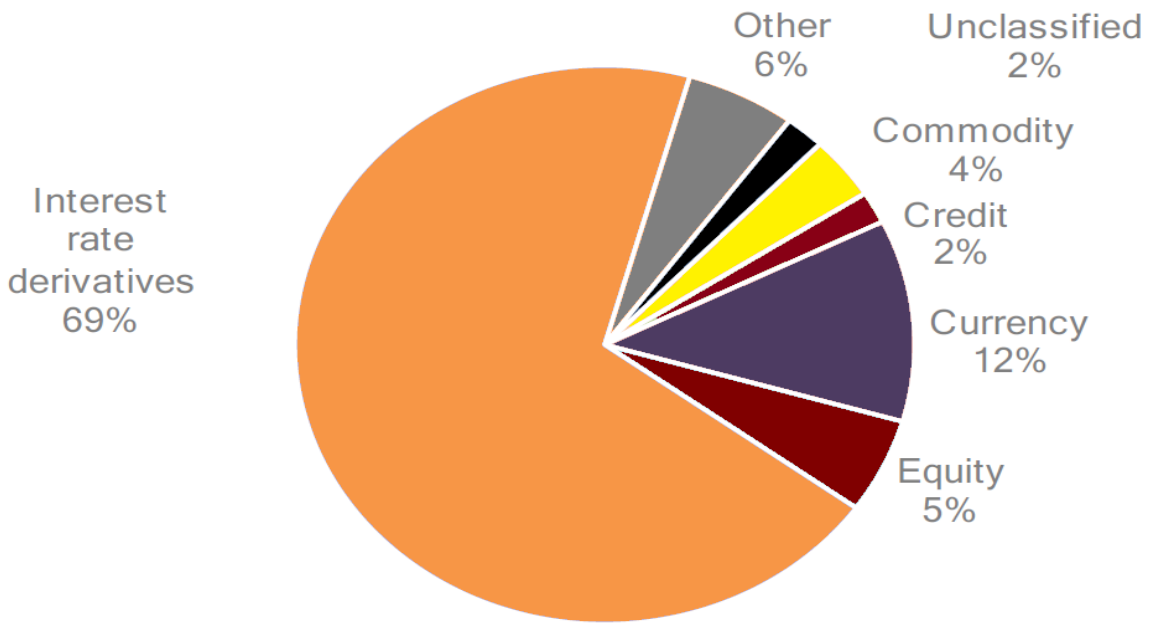
[62] Kde CO značí komodity, CR – kreditní deriváty, CU – měnové deriváty, EQ – akciové deriváty a IR – úrokové deriváty.

U akciových a komoditních derivátů tvoří z hlediska typu derivátu značnou část futures a opce, které mají silné zastoupení na burzovních trzích, i proto u těchto derivátových transakcí lze pozorovat vyšší zastoupení právě na burzovním trhu.[63]

Ke konci roku 2017 je reportováno celkem 74 mil. nevypořádaných nominálních transakcí, které představují celkový objem 660 bil. EUR. Tento objem je tvořen ETD i OTC deriváty. Při bližším rozdělení představuje 532 bil. EUR transakce zahrnující pouze OTC deriváty.[64] Pro srovnání vykazovaná data dle BIS udává ke konci roku hodnotu 542 bil. EUR. Rozdíl může představovat podstata získávání dat u jednotlivých institucí.

Napříč třídou aktiv derivátů, největší podíl na OTC trhu tvoří úrokové deriváty, které tvoří až 69% objemu všech nevypořádaných pozic. Měnové deriváty zahrnují 12% a další třídy aktiv tvoří méně než 5% (viz Graf BLA). Perspektiva je odlišná v případě, kdy uvažujeme celkový počet transakcí. Z hlediska počtu transakcí činí akciové deriváty a měnové deriváty 38% a 32% nevypořádaných pozic. Následně komoditní a úrokové deriváty tvoří 15% a 8%.

Graf 6- Hrubé nominální nevypořádané pozice dle třídy aktiv v %



Zdroj: ESMA, vlastní zpracování, [cit. 2018-12-07]

[63] EU Derivatives Markets [online]. European Securities and Markets Authority, 2018 [cit. 2018-12-07]. ISBN ESMA 50-165-670. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-639_esma-rae_asr-derivatives_2018.pdf. S. 7.

[64] EU Derivatives Markets [online]. European Securities and Markets Authority, 2018 [cit. 2018-12-07]. ISBN ESMA 50-165-670. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-639_esma-rae_asr-derivatives_2018.pdf. S. 8.

5.1 Vývoj po implementaci MiFID II

Implementace MiFID II představuje pro evropský OTC trh spoustu významných změn a další krok směrem ke standardizaci kontraktů na OTC trhu a vypořádání prostřednictvím CCP. V EU jsou tyto kroky odvozeny od dlouhodobě dominantní pozice OTC kontraktů oproti ETD na derivátovém trhu. Bez regulace tohoto segmentu lze konstatovat, že by v budoucnu docházelo k dalšímu rozpínání OTC trhu na úkor trhu burzovního. V návaznosti na zvýšení celkové transparentnosti, lepšího monitoringu a zvýšení celkové stability derivátového trhu dochází k implementaci regulatorních opatření a zpřísňování pravidel upravujících OTC trhy. Dle statistik vykazovaných povinně na bázi regulatorních opatření EMIR jsou certifikovaná vypořádací střediska v EU povinna uveřejňovat statistiky zahrnující nevypořádané nominální pozice, objem transakcí a hrubé tržní hodnoty OTC a ETD kontraktů.

5.2 Reporting pod EMIR

Pod povinné hlášení charakteristik dle regulace EMIR spadají OTC i ETD deriváty. Pro každou transakci je vyžadováno okolo 85 různých proměnných parametrů, které zahrnují informace ohledně protistran, detaily a charakteristiky transakce, jak a na kterém obchodním systému byl kontrakt proveden a vypořádán, ocenění a kolaterál, životní cyklus transakce (zdali se jedná o novou transakci, modifikaci, přecenění stávajícího kontraktu či jeho zánik. Takto datově podrobné hlášení implikuje obrovské objemy dat. Koncem roku 2015 bylo reportováno šesti vypořádacími středisky 27 miliard záznamů, což v průměru činilo 330 milionů záznamů týdně. Povinné hlášení údajů je uvaleno na všechny EU protistrany. Oprávněné registry obchodních údajů tvoří k dnešnímu datu sedm subjektů jmenovitě Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC), UnaVista Trade Repository Aggregate Data (London Stock Exchange Group, LSEG), Regis Trade Repository (REGIS), Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S. A. (KDPW) a NEX Regulatory Reporting (NEX) a Intercontinental Exchange (ICE) a Chicago Mercantile Exchange (CME).[65] DTCC je jedním ze čtyř poboček DTCC Global Trade Repository (DTCC GTR), které je globálním vypořádacím střediskem s celosvětovými operacemi.[66]

[65] Data od CME nelze použít vzhledem ke krátkým časovým řadám či nepřesnosti dat.

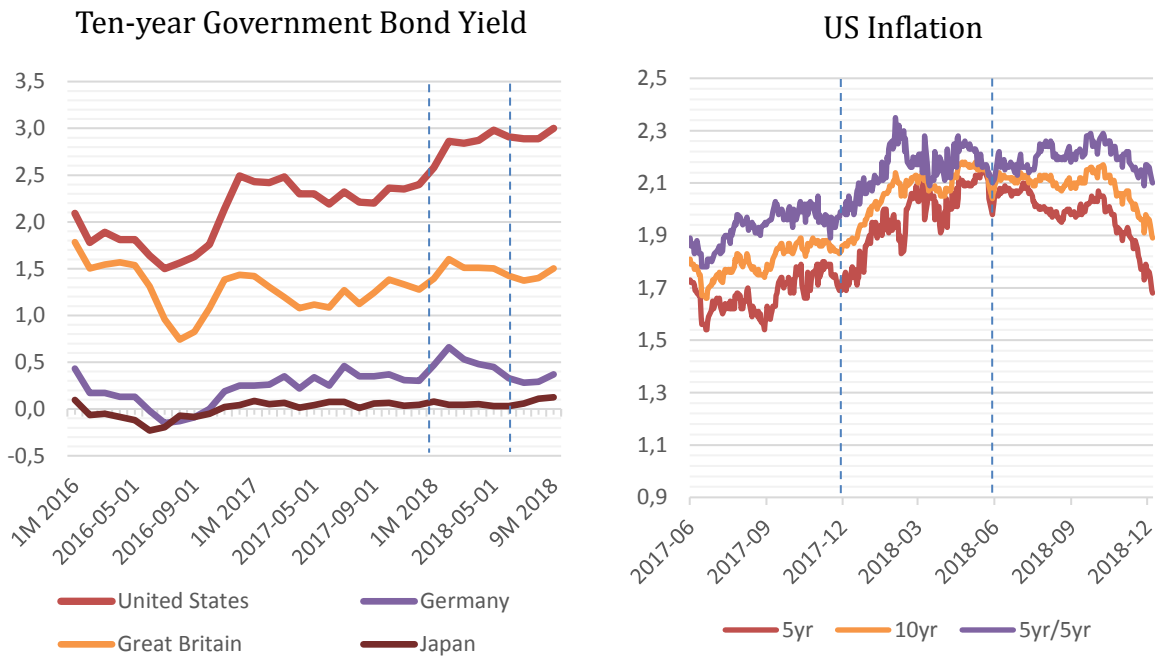
[66] Seznam aktuálních obchodních registrů ESMA. Více viz https://www.esma.europa.eu/supervision/trade-repositories/list-registered-trade-repositories

5.3 Úrokové deriváty

Úrokové deriváty představují majoritní část tržní struktury a největší podíl tvoří úrokové swapy. V důsledku toho je dynamika celého segmentu značně odvozena od jejich celkového vývoje. Celkový objem hrubých tržních hodnot úrokových kontraktů k prvnímu pololetí roku 2018 poklesl o 13 % na 6,64 bil. USD.

U hrubých tržních hodnot kontraktů na úrokové míry dochází k razantnímu poklesu (viz Graf č. 10) oproti předešlým hodnotám a poprvé od roku 2007 klesají v druhém kvartálu roku 2017 na hranici 10 bil. USD, kdy vykázaná hodnota pro úrokové swapy ve všech měnách činí 7,6 bil. USD. Tento pokles je pravděpodobně způsoben nárůstem dlouhodobých výnosových křivek, které snižují mezeru mezi tržními úrokovými mírami k datu povinného reportingu a těmi, které převažují na počátku transakcí.

Graf 7 - Růst dlouhodobých výnosových křivek dluhopisů v porovnání s vývojem inflace



Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis FRED, vlastní zpracování, citováno 11. 12. 2018[67],[68]

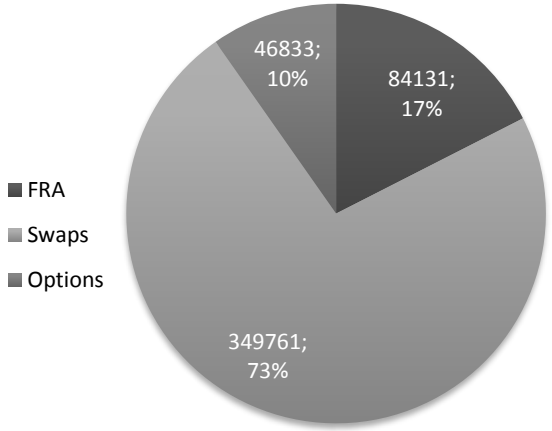
Za první pololetí roku 2018 se hrubá tržní hodnota úrokových derivátů propadla na 6,64 bil. USD a hodnota úrokových swapů na úroveň 5,91 bil. USD, což představuje relativní snížení

[67] Inflace 5yr/5yr představuje forwardovou inflační předpověď na následujících 5 let počínajících od stanoveného data

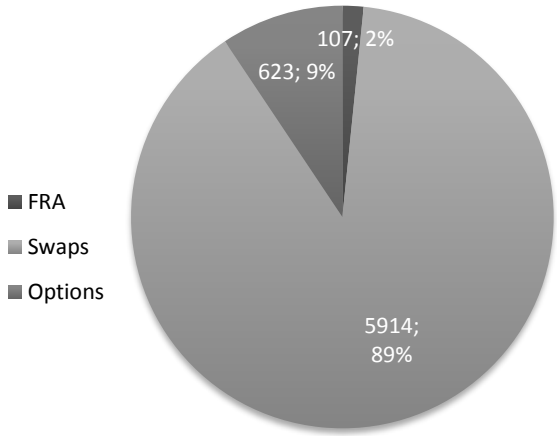
[68] Modrá linie představuje datum reportovaných dat H2 2017 a H1 2018

hodnot swapů o 12,5 %, absolutně o 0,84 bil. USD a tvoří největší podíl na celkovém propadu úrokových derivátů. Od roku 2016 lze pozorovat prudký pokles hrubých tržních hodnot úrokových swapů, kdy hodnota na počátku roku 2016 činila 14,62 bil. USD. Hrubá tržní hodnota Forward Rate Agreement (FRA) kontraktů poklesla relativně o 6 %, což činí pokles v absolutních hodnotách o 5 mld. USD na hodnotu 107 mld. USD. Jedná se o relativně stálý klesající trend od počátku roku 2015.

Graf 8- Podíly nominálních nevypořádaných pozic IRD



Graf 9- Podíly hrubých tržních hodnot IRD

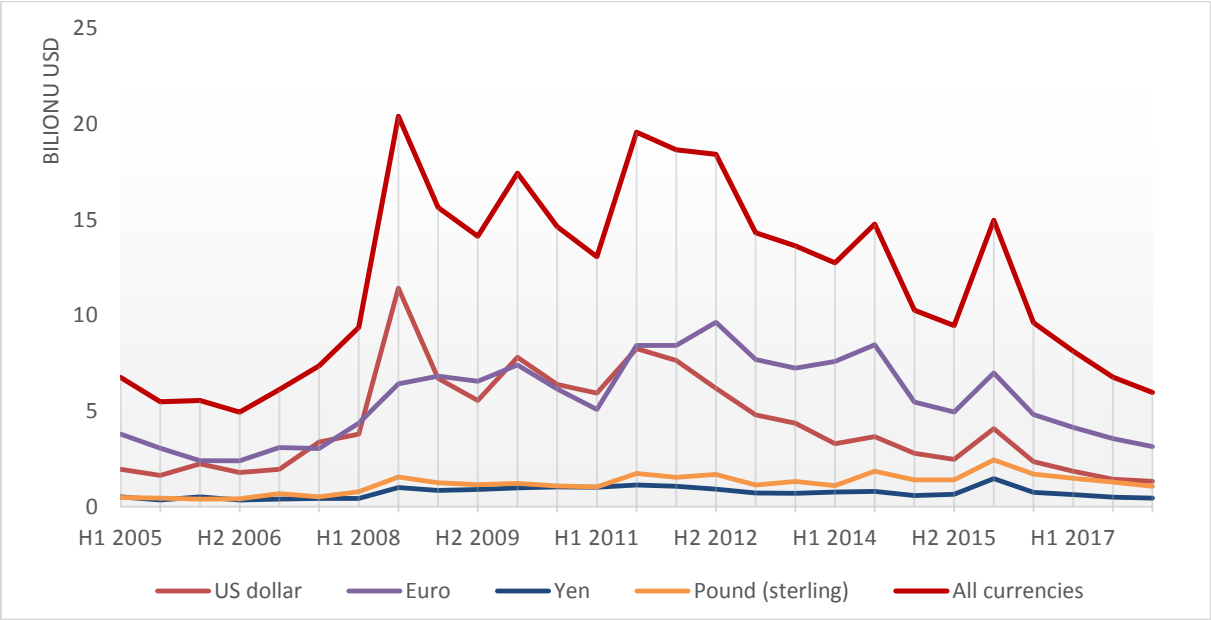


Zdroj: Bank for International Settlements, vlastní zpracování, [cit. 2018-12-07]

Opční kontrakty na úrokovou míru ve svém vývoji nevypořádaných nominálních hodnot nezaznamenaly podstatnější změnu a nereagovaly poklesem oproti předchozím instrumentům, kdy jejich hodnota osciluje kolem úrovně 10,5 bil. USD. Naproti tomu v hrubých tržních hodnotách se propadly o 13 % z hodnoty 719 mld. USD na 623 mld. USD. Pokles u IRS a FRA může být zapříčiněn zpřísňujícími se podmínkami na reporting detailů u jednotlivých druhů transakcí, který vede k vyšším provozním a administrativním nákladům a současně regulatorním tlakem na povinné vypořádání těchto druhů kontraktů. Dále může být trend interpretován jako transfer IRS a úrokových opcí z OTC trhů na standardizovaný ETD trh. Pokles u FRA není tak markantní vlivem celkově nižší frekvence obchodů s tímto instrumentem na OTC derivátovém trhu.[69]

[69] OTC derivatives statistics at end-June 2018 [online]. Bank for International Settlements, 2018 [cit. 2018-11-26]. Dostupné z: https://www.bis.org/publ/otc_hy1810.pdf. S. 3.

Graf 10- Hrubé tržní hodnoty úrokových derivátových kontraktů dle denominace měny



Zdroj: Bank for International Settlements, vlastní zpracování, [cit. 2018-12-07]

Při podrobnější analýze lze vypozorovat srovnání mezi poklesem kontraktů na úrokovou míru rapidní pokles u kontraktů denominovaných v USD, jejichž hrubá tržní hodnota se na počátku roku 2012 nacházela na stejné úrovni jako u kontraktů denominovaných v EUR, od té doby dochází s výjimkou H2 2016 ke stálému poklesu, přičemž v prvním pololetí 2018 klesají historicky poprvé pod úroveň hodnot kontraktů denominovaných v GBP s hodnotou 1,4 bil. USD. Tento propad lze pozorovat v souvislosti s implementací Dodd-Frank Act[70] v březnu 2013, která zahrnuje povinné vypořádání pro obchodníky se swapy a investiční fondy aktivní na swapovém trhu prostřednictvím burzovních domů nebo autorizovaných vypořádacích středisek pro OTC swapy (IRS a CDS).

Zavedení vypořádání prostřednictvím CCP sníží riziko vysoce navzájem propojeného finančního systému, zvýší vzájemnou konkurenci a rozšíří přístup na trh tím, že eliminuje potřebu jednotlivých tržních participantů odhadovat CCP riziko, jelikož mezi participanty bude nyní stát vypořádací středisko.[71] Situování veškerého pohybu transakcí pod CCP může nicméně vést ke vzniku subjektů natolik systémově významných, že v případě podstatného poklesu likvidity na finančním trhu může dojít k narušení stability systému.

---

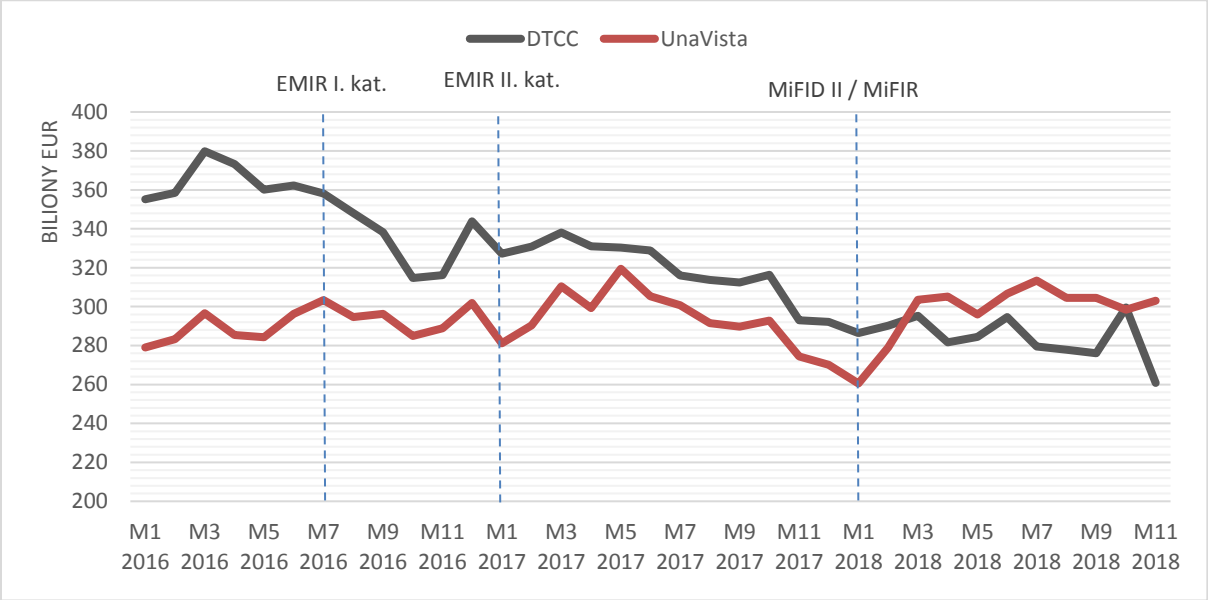
[70] The Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. In: Washington: House of Representatives, 2010, Pub.L. 111–203. Dostupné také z: https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@swaps/documents/file/hr4173_enrolledbill.pdf

[71] CFTC Announces that Mandatory Clearing Begins Today [online]. U.S. COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION, 2013 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6529-13

5.3.1 Vývoj nominálních nevypořádaných pozic

Vývoj dat zaznamenaných obchodními registry DTCC a UnaVista od roku 2016 vykazuje pokles nevypořádaných nominálních hodnot z 634 bil. EUR na 563 bil. EUR v listopadu 2018. Z pohledu DTCC implementace regulatorního rámce EMIR pro povinné vypořádání prostřednictvím CCP vykazují relativně prudký pokles při zavedení pro první kategorii subjektů, následně rychlé oživení před implementací pro druhou kategorii a posléze již klesající trend až do listopadu 2018. Data vykazují klesající trend od počátku roku 2016. I přes to, že nelze přesně přisoudit klesající trend implementované regulaci, je jisté, že zvyšující nároky na legislativu nevedou ke stimulaci obchodní aktivity.

Graf 11- Nevypořádané nominální pozice úrokových derivátů od roku 2016



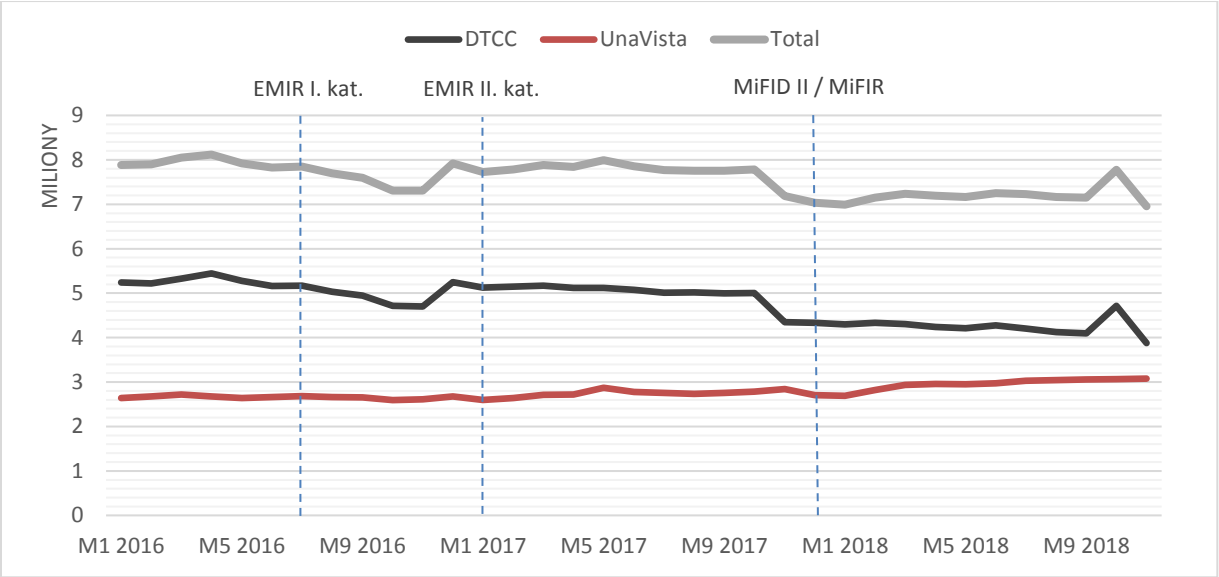
Zdroj: DTCC.com, UnaVista.com, [cit. 2018-12-07]

Z pohledu UnaVista se hodnoty nevypořádaných nominálních pozic pohybují v rozmezí od 280–320 bil. EUR, nicméně před koncem roku je zaznamenán pokles na hodnotu 260 bil. EUR a následnému růstu zpět na hodnotu 300 bil. EUR. Vliv implementace EMIR na hodnoty dle obchodního registru UnaVista není jednoznačný. V případě MiFID II/ MiFIR je možné výkyv interpretovat jako mírnou zdrženlivost subjektů v oblasti obchodní aktivity těsně před implementací regulatorního rámce.

5.3.2 Počet transakcí

Počet nevypořádaných transakcí s úrokovými swapy se klesá od počátku roku 2016 z hodnoty 7,88 mil na 6,95 mil., což představuje relativní pokles o 12 % za poslední dva roky. Postupný pokles transakcí eviduje především obchodní registr DTCC, který zaznamenává s výjimkou odchylky v M10 2018 pokles počtu transakcí. Naproti tomu obchodní registr UnaVista reportuje mírně rostoucí trend počtu transakcí, kdy za poslední dva roky dochází k růstu z 2,64 mil. transakcí na 3 miliony transakcí. Počet transakcí neindikuje skokový pokles k termínům implementace nové legislativy, nicméně dlouhodobě reprezentuje klesající trend.

Graf 12 - Denní průměry počtu transakcí úrokových derivátů měsíčně



Zdroj: DTCC.com, UnaVista.com, vlastní zpracování, [cit. 2018-12-07]

5.3.3 Riziko koncentrace úrokových derivátů

Z hlediska rizika koncentrace měřeného pomocí indexu HHI lze u FRA kontraktů lze pozorovat, že kontrakty denominované v EUR a USD spadají do segmentu s nejvyšší mírou konkurence. Za poslední 5 let dochází ke zvýšení konkurence u kontraktů denominovaných v CHF, naproti tomu za poslední dva roky dochází ke skokovému poklesu u kontraktů denominovaných v EUR, kdy se jejich hodnota za H2 2017 zvýšila na 1082, avšak za H1 2018 pozorujeme snížení hodnot na 833.

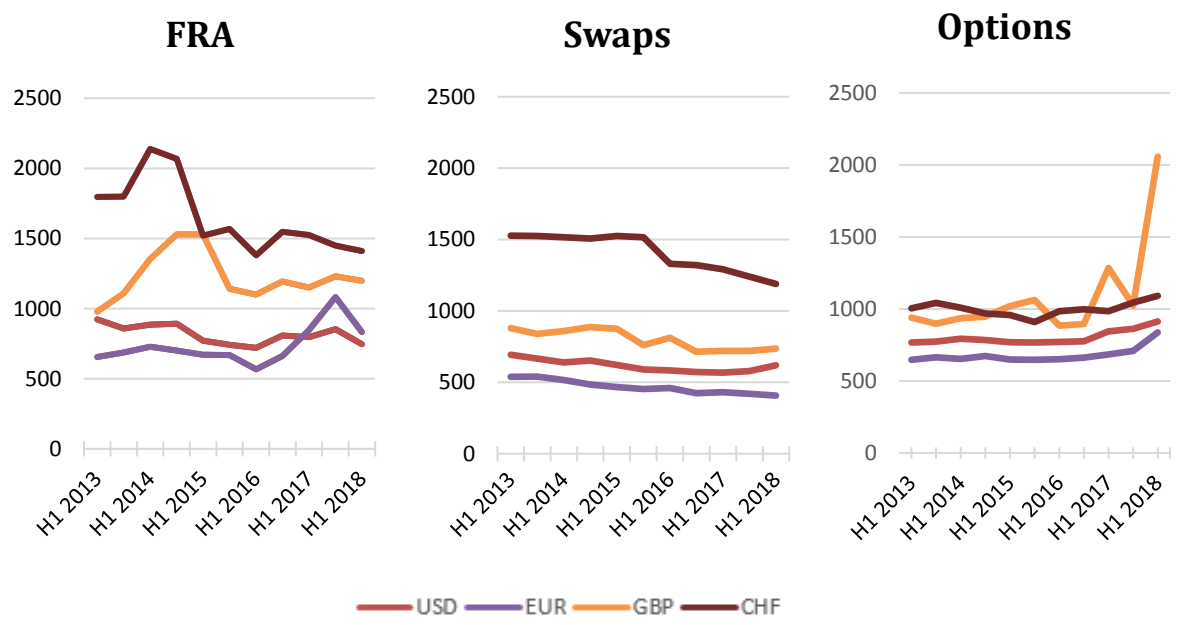
Na trhu s úrokovými swapy sledujeme v uplynulých 5 letech konzistentní vývoj. Největší nárůst konkurence je zaznamenán u kontraktů v CHF, pozvolný nárůst pak u kontraktů denominovaných v GPB a EUR. U kontraktů denominovaných v USD se hodnoty za H1 2018 vrací na hodnoty z roku 2013. Zavedení povinného vypořádání úrokových swapů dle EMIR

platného od H1 2016 a H2 2016[72] dle uvedené míry koncentrace indikuje nárůst konkurenčního prostředí u kontraktů denominovaných ve všech pozorovaných evropských měnách.[73]

U úrokových opcí dochází ve všech měnách k růstu koncentrace. Zatímco u kontraktů denominovaných v USD, EUR a CHF dochází k pozvolnému snižovaní konkurence, tak u úrokových opcí denominovaných v GBP pozorujeme strmý nárůst, kdy se za poslední pololetí hodnota zdvojnásobila na hodnotu 2057. Vzhledem k relativně stabilnímu vývoji u ostatních úrokových opcí denominovaných v jiných evropských měnách nelze prudký výkyv u úrokových opcí přisuzovat implementaci nově zavedené legislativy.

U úrokových opcí za H1 2018 dochází k vysoké volatilitě koncentrovaných dat. Jednou z možných interpretací jsou mezikontinentální posuny obchodní aktivity s opčními kontrakty denominovanými v GBP.[74] Růst by bylo také možné interpretovat, vzhledem k volatilní povaze opčních kontraktů, jako indikaci nejistoty ohledně dohody o stanovení smluvních podmínek pro odchod Velké Británie z EU. Pro potvrzení zvýšení míry koncentrace u transakcí denominovaných v GBP bude zásadní vývoj budoucích dat.

Graf 13 - Vývoj míry koncentrace na trhu s úrokovými deriváty



Zdroj: Bank for International Settlements, vlastní zpracování, [cit. 2018-12-07]

[72] EMIR. Clearing obligation: (under art. 4 of EMIR). Platí pro skupiny 1 a 2, které zahrnují největší participanty na OTC trhu.

[73] Euro, Britská libra a Švýcarský frank.

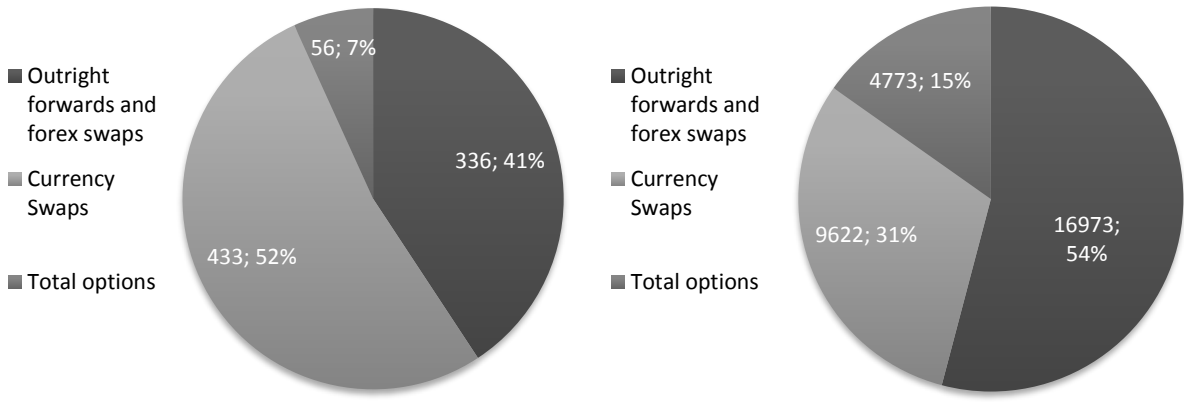
[74] Denis Pêtre - Senior Statistical Analyst, IBFS-Derivatives

5.4 Měnové deriváty

Měnové deriváty (Foreign Exchange, FX) tvoří druhý největší segment dle velikosti nevypořádaných nominálních pozic na OTC trhu. Zahrnují povinnost mezi dvěma smluvními protistranami směnit budoucí peněžní tok v různých měnách.

FX deriváty jsou unikátní ve třech specifických oblastech. Zaprvé FX deriváty nejsou k dnešnímu datu subjektem povinného vypořádání prostřednictvím CCP. Právní úprava v EU a US doposud nezahrnuje tento druh derivátů k centralizovanému vypořádání, jak je tomu např. u derivátů na úrokovou míru, či kreditních derivátů.[75] FX deriváty mají výrazně odlišnou strukturu také vzhledem k vyššímu riziku protistrany vyplývajícího z méně kvalifikovaných protistran. Druhou charakteristickou vlastností jsou typicky relativně krátkodobé doby do splatnosti kontraktů, nicméně denní počet transakcí podstatně převyšuje počet transakcí u úrokových derivátů. Za třetí, počet participujících protistran, které aktivně působí na trhu je vyšší, než u úrokových a kreditních derivátů, u kterých jsou dominantními participanty převážně bankovní a finanční instituce. FX jsou běžně využívány mezi nefinančními institucemi a bankami za účelem zajištění budoucího peněžního toku v různých měnách. V tomto důsledku je u FX derivátů silnější vazba na reálnou ekonomiku oproti úrokovým a kreditním derivátům.

Graf 14- Podíl hrubých tržních hodnot (vlevo) a nevypořádaných nominálních pozic (vpravo) u jednotlivých druhů FX derivátů[76]



Zdroj: Bank for International Settlements, vlastní zpracování, [cit. 2018-12-07]

[75] DUFFIE, Darrell a Haoxiang ZHU. Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk? [online]. Stanford University, 2011 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: http://www.mit.edu/~zhuh/DuffieZhu_CCP.pdf

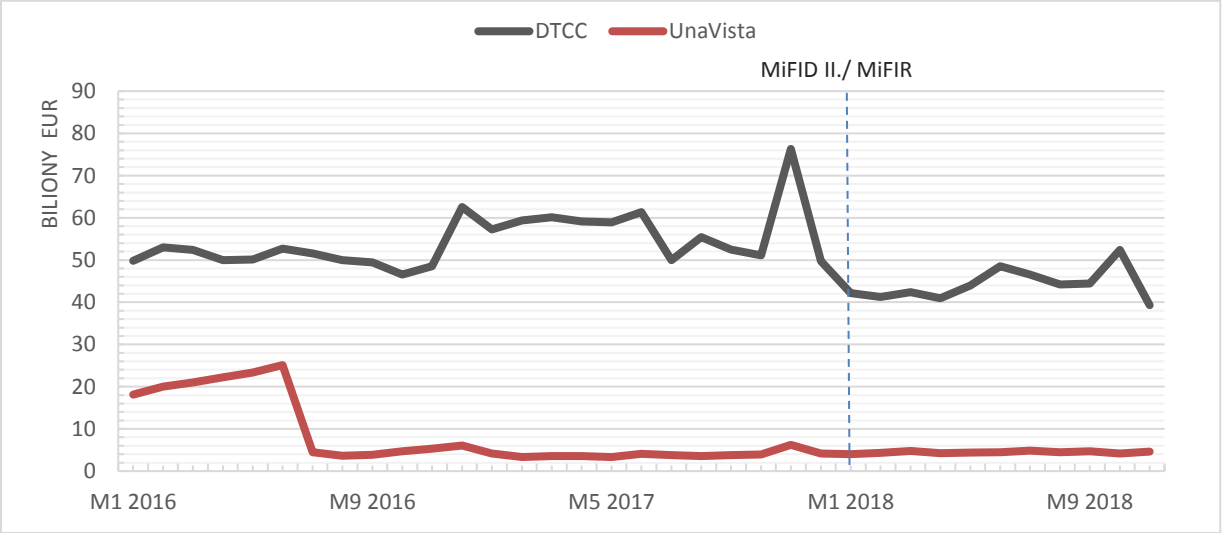
[76] Derivátové transakce jsou denominované v EUR, data za H1 2018

5.4.1 Struktura trhu

Největší podíl na trhu FX derivátů dle nevypořádaných nominálních pozic, bezmála 60 %, tvoří forwardy a FX swapy. Měnové swapy tvoří necelých 30 % a zbývající část trhu představují měnové opce. U transakcí denominovaných v EUR je struktura mírně odlišná, kdy forwardy a FX swapy činí 54 % transakcí a měnové opce tvoří 15 % podílu nevypořádaných nominálních hodnot. Kontroverzním faktorem je vyšší hrubá tržní hodnota transakcí u měnových swapů, než hrubá tržní hodnota transakcí u forwardů a FX swapů. Příčinou by mohla být delší doba u splatnosti u měnových swapů a tím i vyšší výkyvy u ziskových a ztrátových pozic jednotlivých kontraktů.

Globální OTC trh s měnovými deriváty zaznamenává historicky rekordní hodnoty, kdy poslední data nevypořádaných nominálních pozic vykazují hodnotu 96 bil. USD, což oproti H2 2017 představuje nárůst z 87 bil. USD. Růst je převážně tažen aktivitou na americkém trhu s krátkodobými instrumenty. V kontrastu oproti jiným OTC derivátovým trhům, většina FX derivátů vyžaduje, aby protistrany splatily nominální částku v době splatnosti transakce, skrze co je lze považovat jako zajištěnou výpůjčku, která je asociována se splacením v cizí měně a spojenými likviditními riziky.[77]

Graf 15 - Vývoj nevypořádaných nominálních hodnot měnových derivátů od roku 2016



Zdroj: DTCC.com, UnaVista.com, vlastní zpracování, [cit. 2018-12-07]

Naproti tomu vývoj nevypořádaných nominálních hodnot v Evropské Unii od roku 2016 klesá. Na grafu č. 11 lze pozorovat vysoký nárůst během listopadu koncem minulého roku,

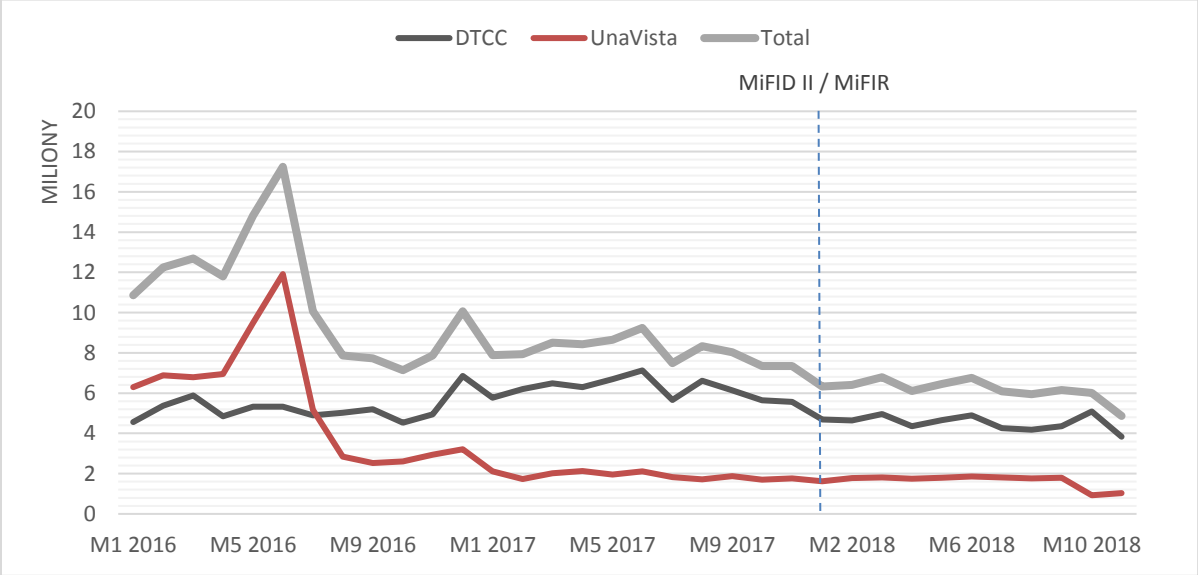
[77] OTC derivatives statistics at end-June 2018 [online]. Bank for International Settlements, 2018 [cit. 2018-11-26]. Dostupné z: https://www.bis.org/publ/otc_hy1810.pdf. S. 3.

který může indikovat zvýšení obchodní aktivity před implementací regulatorních opatření povinných k 3. lednu 2018. Souhrnné hodnoty hlášené v lednu 2018 činí 46 bil. EUR, přičemž v průběhu posledních dvou let se hodnoty pohybují kolem hranice 50 bil. EUR (s výše zmíněnou výjimkou) a poslední vykázané hodnoty v listopadu 2018 činí 43,9 bil. USD, tj. relativní pokles v průběhu roku o 4,6 %.

5.4.2 Počet transakcí

Celkový počet otevřených transakcí dle statistik dvou nejvýznamnějších vypořádacích středisek v Evropské Unii razantně klesá (viz Graf č 16). Na počátku roku 2016 přesahoval počet 10,7 mil. transakcí. K 1. 11. 2018 činí celkový počet zaznamenaných transakcí 4,8 mil. Propad zaznamenává především vypořádací středisko UnaVista se sídlem v Londýně, jehož průměrný počet otevřených transakcí za uplynulý rok osciloval kolem 2 milionů transakcí, nicméně od srpna propadá na hodnotu jednoho milionu otevřených transakcí. V první fázi poklesu u vypořádacího střediska UnaVista lze pozorovat kompenzaci nárůstu v podobě nárůstu počtu otevřených transakcí u DTCC, nicméně jednalo se o pouhý krátkodobý výkyv. Příčinou poklesu u UnaVista může být nejistota ohledně stanovení podmínek pro obchodování

Graf 16- Počet otevřených transakcí nevypořádaných nom. pozic s měnovými deriváty dle hlášení pro EMIR od roku 2016 [78]



Zdroj: DTCC.com, UnaVista.com, vlastní zpracování, [cit. 2018-12-07][79]

[78] Graf byl očištěn o výkyv v datech za měsíc M11 2017, kdy došlo k nestabilitě v systému UnaVista a zkreslení dat

[79] Modrá linie zaznamenává datum implementace regulace

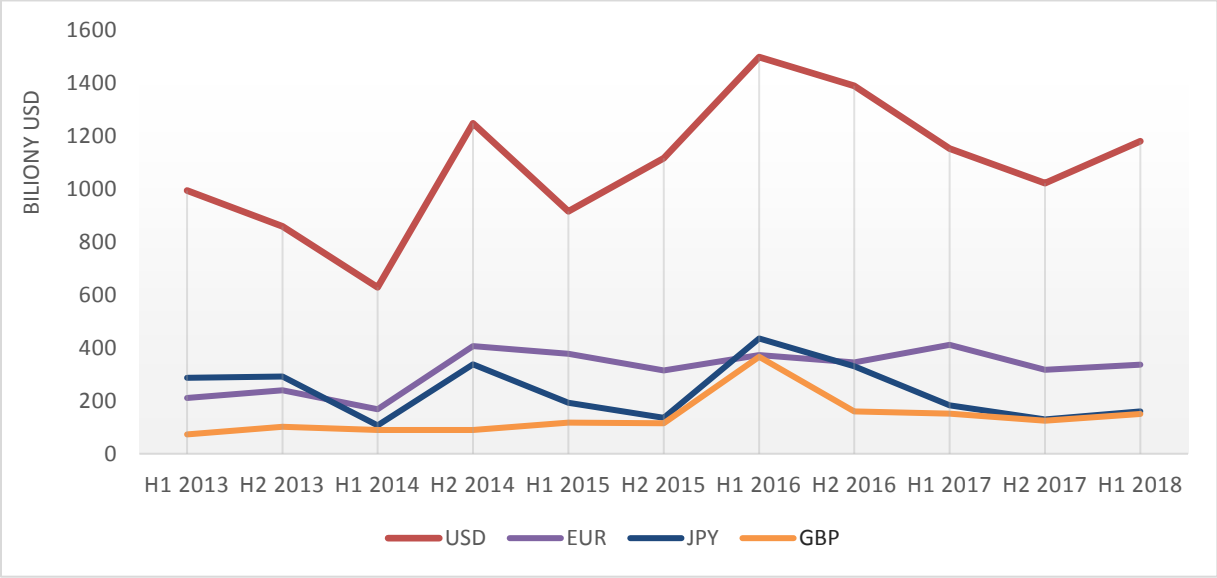
a vypořádání OTC kontraktů mimo legislativní působnost právní úpravy Evropské unie v souvislosti s jednáním o konkrétní podobě dohody o odchodu Velké Británie z EU. Počet nevypořádaných nominálních transakcí s měnovými deriváty od počátku roku 2018, kdy počet transakcí představoval 6,31 mil. otevřených transakcí, poklesl v listopadu 2018 na hodnotu 4,86 mil. Relativně pokles činí 23 %.

5.4.3 Denominace kontraktů

Převážnou část trhu 47 % činí aktivita u kontraktů denominovaných v USD, jejichž hodnota v H1 2018 roste relativně o 15 %, v absolutních hodnotách o 158 mld. USD na 1179 mld. USD. U kontraktů denominovaných v EUR lze pozorovat nárůst relativně o 6 %, v absolutních hodnotách pak o 19 mld. USD na 337 mld. USD. Jedná se o částečnou korekci ztrát za H2 2017.

Vývoj u kontraktů denominovaných v EUR je tak konzistentní od konce roku 2014, kdy osciluje kolem hodnoty 350 mld. USD. Celkově lze za poslední pololetí pozorovat mírné oživení obchodní aktivity a nárůst celkových hrubých tržních hodnot u kontraktů denominovaných ve všech měnách. Obdobný vývoj je zaznamenán i u měnových swapů, kdy celková hrubá tržní hodnota v H1 2018 roste na 1155 mld. USD, relativně o 16 %, v absolutních hodnotách o 166 mld. USD. U kontraktů denominovaných v EUR nárůst v hrubých tržních hodnotách představuje necelých 6 %, v absolutních hodnotách o 24 mld. USD na celkových 433 mld. USD. U měnových opcí je vývoj u celkových hrubých tržních hodnot podobný, kdy

Graf 17 - Hrubé tržní hodnoty měnových derivátových kontraktů dle denominace měny

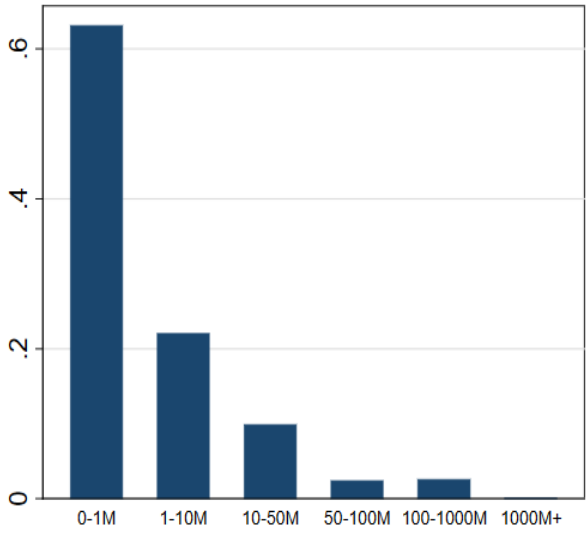


Zdroj: Bank for International Settlements, vlastní zpracování, [cit. 2018-12-07]

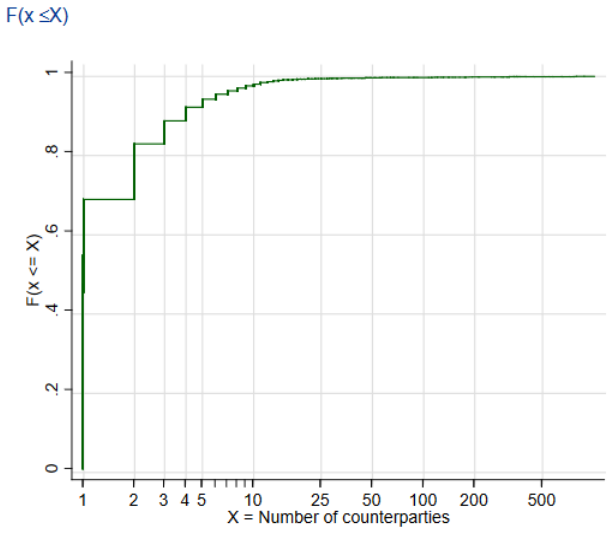
dochází k nárůstu na 216 mld. USD, relativně o 12,5 %, v absolutních hodnotách o 24 mld. USD. Odlišný je však vývoj u kontraktů denominovaných v EUR, kdy jejich hodnota klesá oproti H2 2017 o 1 mld. USD na celkových 56 mld. USD.

Jedním z hlavních rozdílů mezi úrokovými deriváty a měnovými deriváty představuje velikost jejich hrubé tržní hodnoty. Graf č. 18 zobrazuje, že přes 85 % FX forwardů má hrubou tržní hodnotu nižší nebo rovnou 10 mil. EUR, což indikuje podobné rozdělení hrubých tržních hodnot jako u kreditních derivátů. Graf č. 19, zobrazuje stupeň rozdělení sítě EUR/USD forwardů. Síť je více rozptýlená než u kreditních derivátů, ale podobná struktuře úrokových derivátů. 90 % tržních participantů má 5 nebo méně jedinečných protistran. V případě 10 a více jedinečných protistran, je pak toto procento tržních participantů téměř nižší jako 3 % z celkového počtu tržních participantů. Výhradně s jedinou protistranou pak obchoduje necelých 70 % tržních participantů. Je zde také dlouhý konec tržních participantů se spoustou unikátních protistran, nicméně v případě měnových derivátů je tento konec užší.[80]

Graf 18 – Rozdělení hrubých tržních hodnot na jednu transakci



Graf 19- Stupeň rozdělení FX distribuční sítě (v EUR/USD)



Zdroj: European Systemic Risk Board, [cit. 2018-12-07]

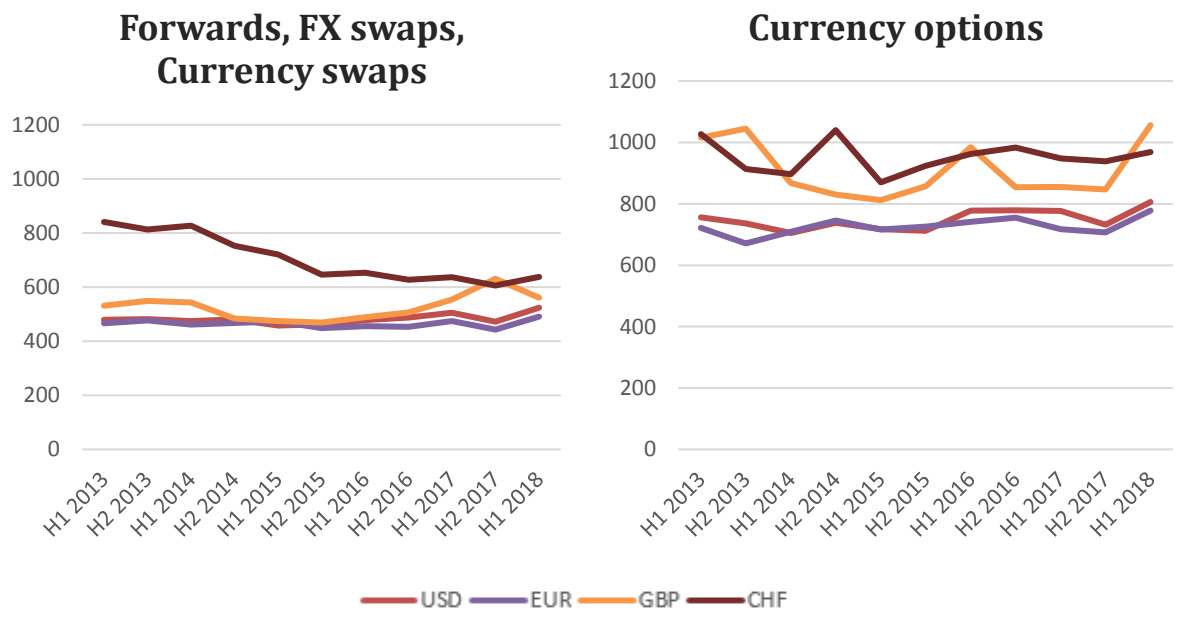
[80] Shedding light on dark markets: First insights from the new EU-wide OTC derivatives dataset [online]. European Systemic Risk Board, 2016, (11) [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/occasional/20160922_occasional_paper_11.en.pdf?02407d98b%2083f014f15979b29e1ca6f81. S. 39.

5.4.4 Riziko koncentrace měnových derivátů

Vyšší míru koncentrace u měnových opcí indikuje vyšší hodnota HHI oproti forwardovým kontraktům, měnovým a FX swapům. Při pohledu na OTC trh s forwardy, měnovými a FX swapy sledujeme nízkou míru koncentrace v měnách USD, EUR, GBP a CHF.

Z hlediska dlouhodobého vývoje hodnot roste konkurence u kontraktů denominovaných v CHF. U kontraktů denominovaných v USD a EUR je dlouhodobý vývoj relativně stabilní, nicméně za H1 2018 lze pozorovat mírné zvýšení koncentrace. U kontraktů denominovaných v GBP je zaznamenán výkyv nad hodnotu 600 v H2 2017, který je částečně odepsán v H1 2018. Zaznamenané hodnoty za H1 2018 indikují mírnou změnu aktivity participujících protistran z hlediska míry koncentrace ve všech pozorovaných měnách. U kontraktů v EUR a GBP dochází k pomalejšímu oživení oproti kontraktům v USD, které zaznamenávají plnou korekci ztrát předešlého pololetí.

Graf 20- Vývoj míry koncentrace na trhu s měnovými deriváty dle HHI



Zdroj: Bank for International Settlements, vlastní zpracování, [cit. 2018-12-07]

U měnových opcí pozorujeme OTC trh s nízkou mírou koncentrace. Vývoj zaznamenaných hodnot u kontraktů v USD a EUR je v čase stabilní s drobným poklesem koncentrace za poslední pololetí. Výraznější pokles míry koncentrace zaznamenávají kontrakty denominované v GBP, kdy se jejich hodnota HHI v H1 2018 vrací na úroveň hodnot přesahující 1000 bodů zaznamenaných naposledy v roce 2013. Poslední vykázané statistiky na trhu s měnovými opcemi indikují pokles aktivity participujících protistran (s výjimkou GBP)

z hlediska míry koncentrace. U měnových opcí denominovaných v GBP podobně jako u úrokových opcí denominovaných v GBP lze poslední růst míry koncentrace přisuzovat nejistotě ohledně odchodu Velké Británie z EU.

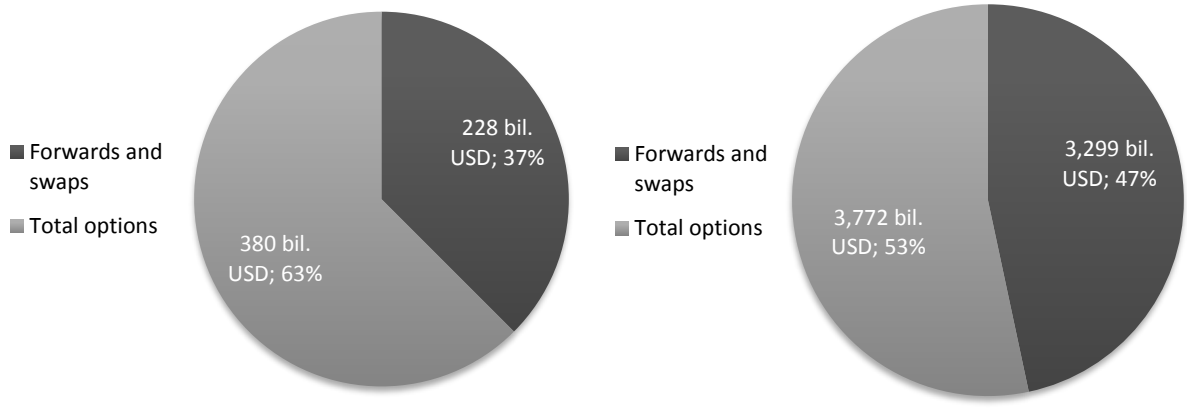
5.5 Akciové deriváty

Akciové deriváty (Equity derivatives, EQD) jsou charakteristické širokým spektrem typů a variací derivátových produktů, z nichž některé jsou vysoce přizpůsobené přesným požadavkům klientů, což znemožňuje jejich efektivní standardizaci a vypořádání prostřednictvím CCP. K aktuálnímu datu nejsou EQD povinně vypořádané prostřednictvím CCP.[81] Nejpravděpodobnějším kandidátem na CCP vypořádání jsou akciové opce, indexované opce a variance swapy.[82]

Z hlediska dlouhodobého vývoje dochází k poklesu obchodní aktivity na trhu s akciovými opcemi, který lze pozorovat na klesajícím trendu od vzniku finanční krize v roce 2008 a to jak v nevypořádaných nominálních pozicích, tak v hrubých tržních hodnotách. Hodnota nevypořádaných nominálních pozic se oproti H2 2008 z hodnoty 561 bil. USD propadla k H1 2018 na 82 bil. USD.

Naproti tomu vývoj akciových forwardů a swapů zobrazuje po zaznamenaných vychýlených hodnotách v období finanční krize konstantní růstový trend, kdy se post krizová hodnota nacházela na 1,86 bil. USD, tak v H1 2018 roste na hodnotu 3,3 bil. USD. Tímto

Graf 21 – Podíl jednotlivých druhů akciových derivátů v hrubých tržních hodnotách (vlevo) a nevypořádaných nominálních pozic (vpravo)



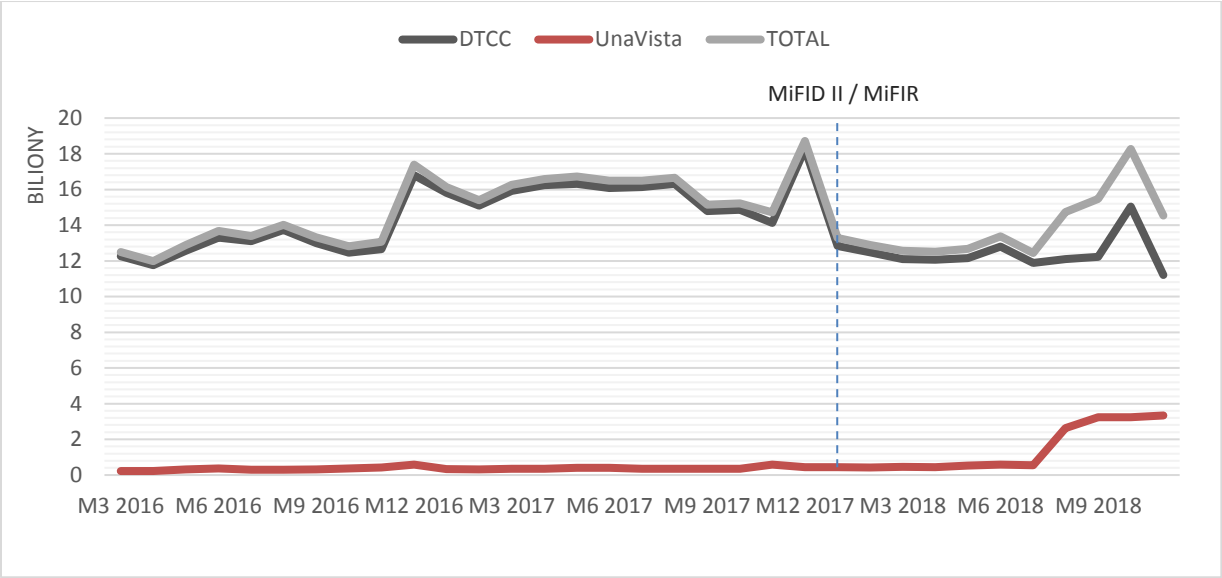
Zdroj: Bank for International Settlements, vlastní zpracování, [cit. 2018-12-07]

[81] Nasdaq OMX v roce 2014 provedl 6 měsíční testovací proces vypořádání kontraktů s jedním titulem, košových a indexových FX futures a opcí, který zamítl zavedení vypořádání prostřednictvím CCP v nařízení EMIR.

[82] AVELLANEDA, Marco a Rama CONT. Trade Transparency in OTC Equity Derivatives Markets [online]. New York University- Courant [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.math.nyu.edu/faculty/avellane/EquitiesTransparency-Study.pdf. S. 4.

vývojem jako jedny z mála derivátových instrumentů překonávají vykázané hodnoty z finanční krize. Tyto hodnoty indikují zvýšenou obchodní aktivitu s akciovými forwardy a swapy. Vývoj nevypořádaných nominálních pozic akciových derivátů dle obchodních registrů (viz Graf č. 22) potvrzuje vývoj dat BIS, kdy je růst pozic akciových forwardů a swapů kompenzován poklesem aktivity u akciových opcí. Nárůst za necelé dva poslední roky představuje především vliv vyšších zaznamenaných hodnot obchodním registrem UnaVista, který souhrnné hodnoty z původních 12 bil. EUR navyšuje na 14,5 bil. EUR v M11 2018. Nárůst je zapříčiněn navýšením obchodní aktivity mezi reportujícími obchodníky.

Graf 22 – Vývoj nevypořádaných nominálních pozic akciových derivátů od roku 2016[83]



Zdroj: DTCC.com, UnaVista.com, [cit. 2018-12-07]

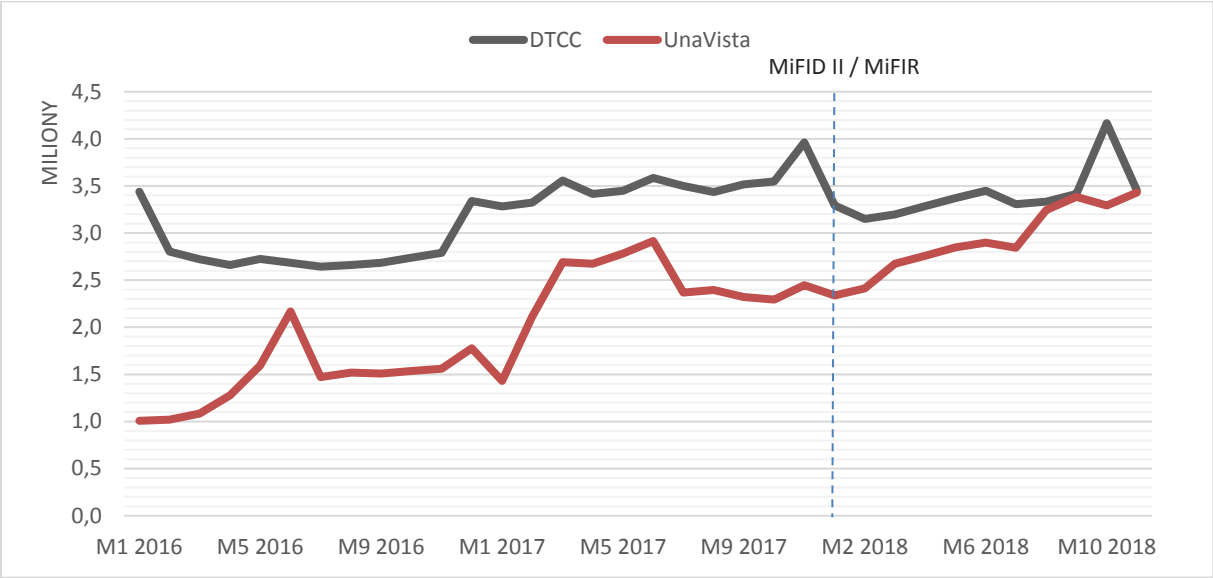
5.5.1 Počet otevřených transakcí

Počet otevřených transakcí roste rychlejším tempem jako nárůst dokumentovaný u nevypořádaných nominálních pozic. U statistik vykázaných obchodním registrem DTCC vývoj za necelé dva poslední roky zůstává na hodnotě 3,5 mil. otevřených nevypořádaných pozic. Naproti tomu statistiky vykázané prostřednictvím obchodního registru UnaVista reportují bezmála tři a půl násobný růst za necelé dva uplynulé roky. Počet otevřených transakcí se vyšplhal na 3,43 mil. transakcí v M11 2018 a dorovnal tak počet transakcí zaznamenaných obchodním registrem DTCC.

[83] Graf očištěn o hodnoty M1 2016 a M2 2016 kvůli chybě v systému DTCC

Z hlediska reakce na implementaci MiFID II / MiFIR lze u obou obchodních registrů pozorovat nárůst pozic před zavedením implementace, tj. M12 2017, nicméně období před koncem roku je často spojováno s tradičním růstem obchodní aktivity na akciových trzích. Pro vyloučení tohoto sezónního prvku by bylo nezbytné analyzovat delší časové řady. Tento výkyv není možné jednoznačně přisoudit implementaci nové legislativy.

Graf 23 – Vývoj počtu transakcí nevypořádaných nominálních pozic akciových derivátů od roku 2016



Zdroj: DTCC.com, UnaVista.com, [cit. 2018-12-07]

5.5.2 Struktura trhu dle denominace kontraktů

Mezi hlavní obchodní artikly na OTC trhu s akciovými deriváty patří kontrakty zahrnující americké a evropské akciové tituly nebo indexy, jejichž hodnota společně tvoří až 76 % celkového podílu na trhu. Při bližší analýze vývoje dochází u amerických akciových derivátů k podstatně vyššímu růstu nevypořádaných nominálních pozic, který přesahuje hodnoty vykázané v období finanční krize H1 2018, naproti tomu zaznamenaná aktivita s evropskými akciovými deriváty dle nevypořádaných nominálních pozic poklesla ve stejném období téměř trojnásobně.[84]

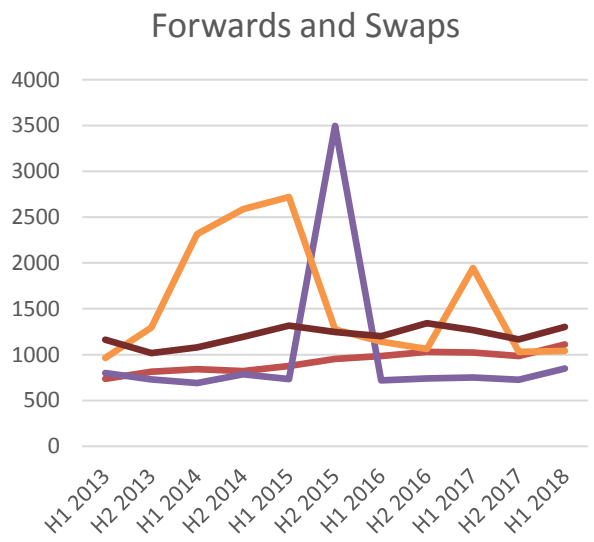
[84] OTC derivatives statistics at end-June 2018 [online]. Bank for International Settlements, 2018 [cit. 2018-11-26]. Dostupné z: https://www.bis.org/publ/otc_hy1810.pdf. S. 5.

5.5.3 Míra koncentrace EQD trhu

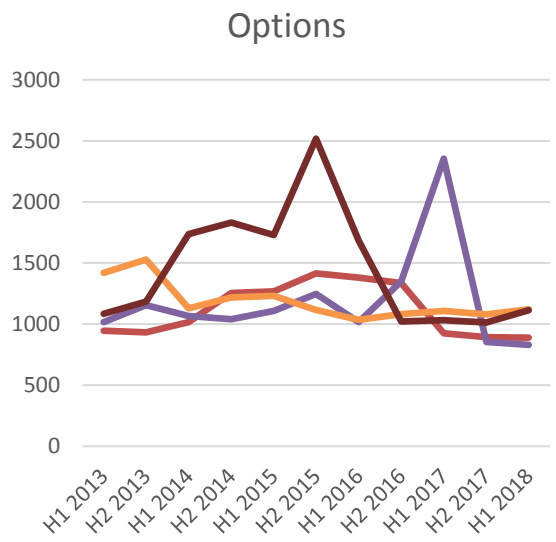
Míra koncentrace u forwardů a swapů charakterizuje trh s nízkou mírou koncentrace s výjimkou H2 2014 a H1 2015 u transakcí denominovaných v GPB a H2 2015 u kontraktů denominovaných v EUR, kdy HHI hodnoty krátkodobě vykazují charakteristiky pro trh s mírnou mírou koncentrace trhu. Podstatná výchylka indexu u forwardů a swapů denominovaných v EUR zaznamenaná v H2 2015 je vysvětlována výrazným nárůstem akciových pozic nejmenovanou bankovní institucí se sídlem v Evropě.[85] Poslední vykázané hodnoty H1 2018 indikují mírný nárůst míry koncentrace u forwardových a swapových kontraktů denominovaných ve všech pozorovaných měnách. Nárůst u kontraktů denominovaných v EUR, kdy hodnota vzrostla z hodnoty 729 na 847, představuje mírný pokles konkurence.

U měnových opcí pozorujeme oproti trhu s forwardy a swapy mírně méně konkurenční trh. Napozorované hodnoty se v čase pohybují okolo hodnoty 1000. Prudký výkyv u akciových opcí v denominovaných v EUR zapříčinil vysoký nárůst obchodní aktivity evropských bank.[86] Za H1 2018 pak pozorujeme mírnější nárůst míry koncentrace u kontaktů denominovaných v CHF.

Graf 24- Vývoj míry koncentrace akciových forwardů a swapů



Graf 25- Vývoj míry koncentrace akciových opcí



USD EUR GBP CHF

Zdroj: Bank for International Settlements, vlastní zpracování, [cit. 2018-12-07]

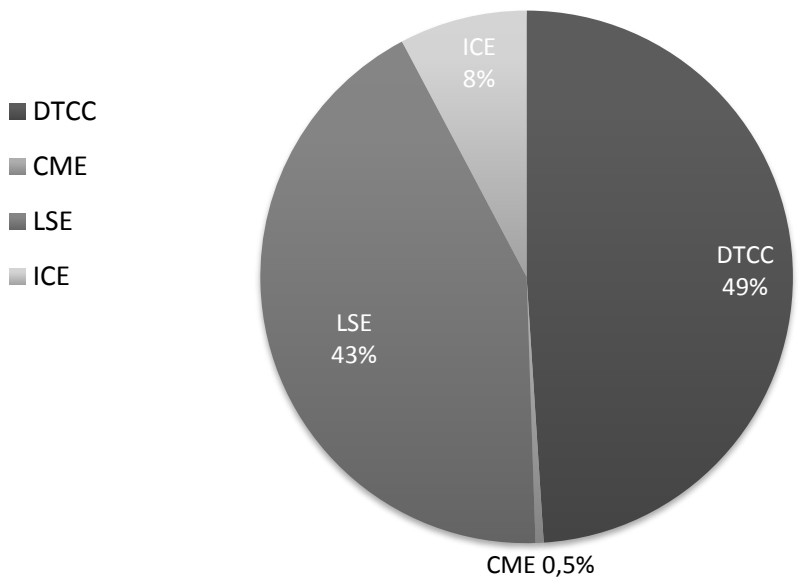
[85] Denis Pêtre - Senior Statistical Analyst, IBFS-Derivatives

[86] Denis Pêtre - Senior Statistical Analyst, IBFS-Derivatives

5.6 Kreditní deriváty

Hlavním zástupcem kreditních derivátů je swap úrokového selhání (CDS). Hlavním rysem mikrostruktury CDS trhu, představuje fakt, že trh je vysoce koncentrován na malé množství protistran. Navíc vůči této vysoce koncentrované struktuře trhu lze CDS vypsat na protistrany, jako jsou samotní obchodníci. Následně může selhání takového obchodníka vést k systematickému finančnímu rozruchu na dvou úrovních. V první řadě utrpí obchodníkovi protistrany přímé ztráty, a v druhé řadě CDS vypsané na selhání daného obchodníka povede ke ztrátám na straně prodávajících CDS.[87]

Graf 26- Podíl jednotlivých vypořádacích středisek na obchodech s CDS



Zdroj: Registry obchodních údajů (TRs), vlastní zpracování, [cit. 2018-12-10].

Obecně jsou veškeré registry obchodních údajů povinny každý den poskytovat příslušným autoritám detaily zahrnující detaily všech nově uzavřených transakcí a modifikace doposud nevypořádaných transakcí, které jim byly reportovány předchozí den. Tato činnost se nazývá hlášení obchodní aktivity (Trade activity). Většina registrů obchodních údajů poskytuje i hlášení obchodního stavu kontraktu, který zahrnuje informace na úrovni transakcí ohledně všech nevypořádaných kontraktů daného typu ke stanovenému datu. Tato informace může představovat klíčové informace z hlediska makro obezřetnostní politiky, ačkoliv ještě není

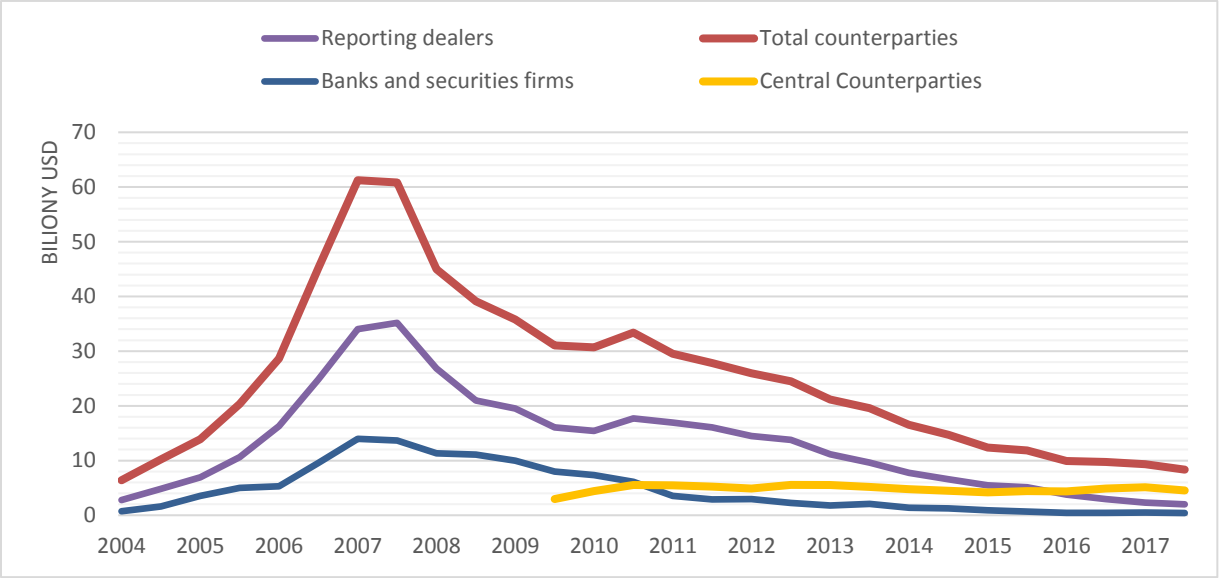
[87] DUFFIE, Darrell. Presidential Address: Asset Price Dynamics with Slow-Moving Capital [online]. 2010 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2010.01569.x

subjektem povinného reportingu. DTCC pokrývá 49 % celkového OTC trhu s kreditními deriváty. Společně s LSE tvoří dohromady téměř 92 % veškerého pohybu kreditních derivátů v Evropské unii.

5.6.1 Vypořádání CDS kontraktů prostřednictvím centralizovaných protistran.

Postupně dochází k transformaci segmentu CDS na centralizované vypořádání. Za poslední pololetí došlo k poklesu vypořádání prostřednictvím CCP z 5,1 bil. USD na 4,5 bil. USD, což částečně odráží i mírný pokles ve vývoji celkových nominálních hodnot z 9,35 bil. USD na 8,34 bil. USD, relativně o 10,9 % (viz Graf č. 27). Dochází také k nepatrnému poklesu podílu centrálně vypořádaných CDS kontraktů, který se snížil v H1 2018 na 54 % oproti 55 % v H2 2017. U bilaterálních kontraktů poskytnutých reportujícími obchodníky došlo k poklesu na 2 bil. USD z 2,32 bil. USD, což představuje relativní pokles o 13,8 %. Za tyto změny lze považovat konzistentní novelizace v oblasti kontraktů mezi obchodníky.

Graf 27 - Vývoj podílů vypořádání prostřednictvím CCP dle nevypořádaných nominálních hodnot



Zdroj: Bank for International Settlements, dostupné z https://stats.bis.org/statx/srs/table/d10.1, citováno 10. 12. 2018

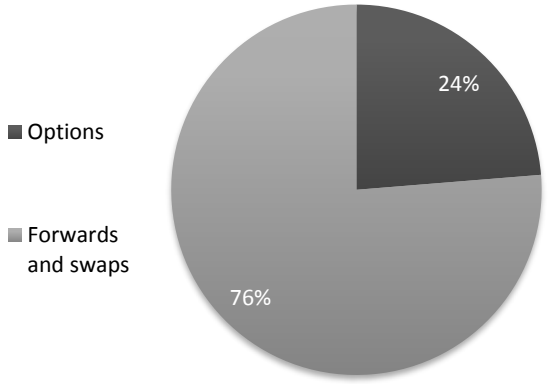
Trh s kreditními deriváty zažívá vlivem přísnější regulace zahrnující zvýšené nároky na hlášení transakcí a vypořádání prostřednictvím CCP celkový pokles obchodní aktivity mezi jednotlivými obchodníky. Z hlediska lokace protistrany v kontraktu převažují CDS kontrakty v evropských zemích, jejichž hodnota činí 3,7 bil. USD. Ve Spojených státech tato aktivita poklesla během posledních 5 let z hodnoty přesahující 5 bil. USD k H1 2013 na 1,74 bil. USD k H1 2018.

5.7 Komoditní deriváty

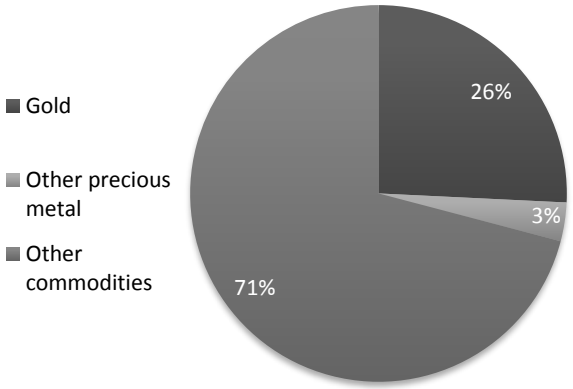
Na evropském trhu s komoditními deriváty bylo v roce 2017 zaznamenáno celkem 305 685 různých protistran, což činí tento trh největším dle celkového počtu tržních participantů. Z hlediska struktury OTC trhu s komoditními deriváty tvoří největší podíl 76 % forwardy a swapy a méně než čtvrtinu komoditní opce. Při rozdělení trhu dle typu podkladového aktiva (viz Graf č. 29) činí největší podíl transakce, jejichž podkladovým aktivem je zlato a velmi malou část cenné kovy. Zbývající část trhu tvoří komodity jako je ropa, zemní plyn, káva, bavlna, rostlinné oleje či kakao.

Průměrná hodnota nevypořádané nominální pozice je v porovnání s jinými deriváty podstatně nižší, což odráží široké využití komoditních derivátů malými nefinančními firmami, jako jsou producenti komodit řídící svá cenová komoditní rizika. Míra koncentrace je naopak vlivem nízkého počtu velkých brokerů na komoditním OTC trhu poměrně vysoká, kdy se vykázaná hodnota HHI pohybuje na úrovni 1600.[88]

Graf 28 – Podíl jednotlivých druhů komoditních derivátů na nevypořádaných nominálních hodnotách



Graf 29- Struktura trhu s komoditními deriváty dle typu podkladového aktiva



Zdroj: Bank for International Settlements, vlastní zpracování, [cit. 2018-12-07]

[88] EU derivatives markets - a first-time overview [online]. European Securities and Market Authority, 2017 [cit. 2019-01-07]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-421_eu_derivatives_markets_-_a_first-time_overview.pdf. S. 6.

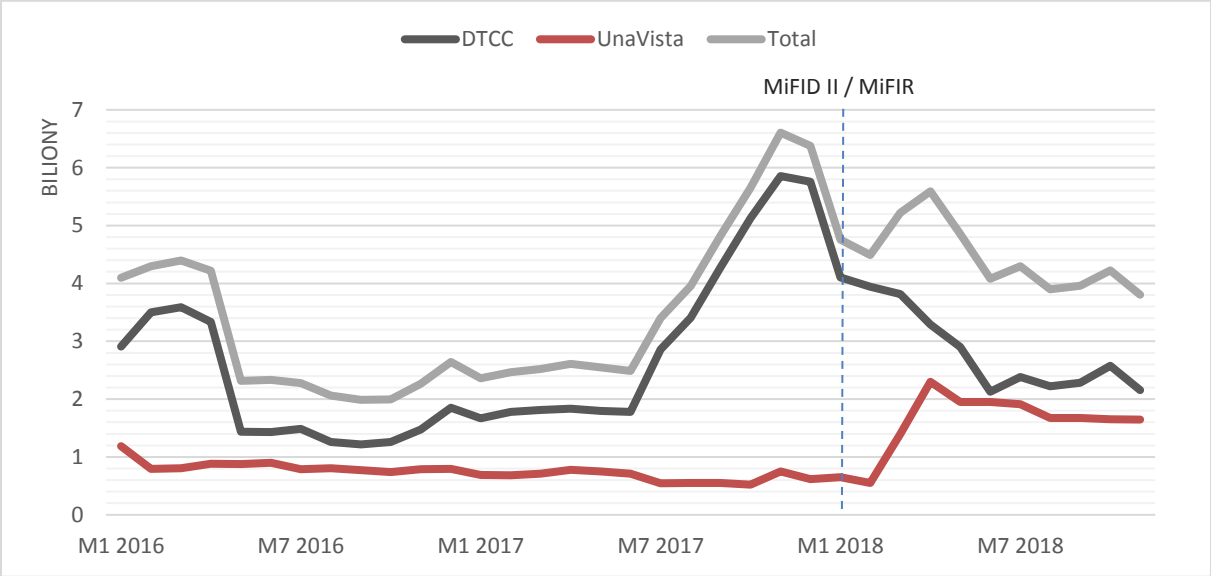
5.7.1 Struktura trhu

Od roku 2016 je zaznamenán růst forwardů a swapů, jejichž podkladovým aktivem je zlato. Nevypořádané nominální hodnoty od H1 2015, kdy se nacházely na 236 mld. USD, v H1 2018 vzrostly na úroveň 419 mld. USD. Naproti tomu u opcí, jejichž podkladovým aktivem je zlato, není zaznamenán podstatnější výkyv hodnot.

Nevypořádané nominální hodnoty komoditních derivátů vykazují značně dynamický vývoj, kdy na začátku roku 2016 pozice vykazovaly hodnoty nad 4 bil. EUR, poté následuje stabilizace hodnot oscilující kolem 2,5 bil. EUR. H2 2017 dochází k vysokému nárůstu pozic u obchodního registru DTCC, kdy během jednoho pololetí hodnota z 1,77 bil. EUR vzrostla na 5,85 bil. EUR

Pokles hodnot u DTCC během H1 2018 může být do značné míry pokryt nárůstem hodnot u obchodního registru UnaVista, kde během H1 2018 dochází ke zdvojnásobení celkového počtu nahlášených nevypořádaných nominálních hodnot. Vysoký nárůst a následný pokles může do jisté míry implementaci regulatorního opatření. Vývoj hodnot u DTCC se stabilizuje v H2 2018, kdy se hodnoty až do listopadu 2018 pohybují v rozmezí hodnot 2,13 až 2,57 bil. EUR.

Graf 30- Nevypořádané nominální pozice komoditních derivátů od roku 2016

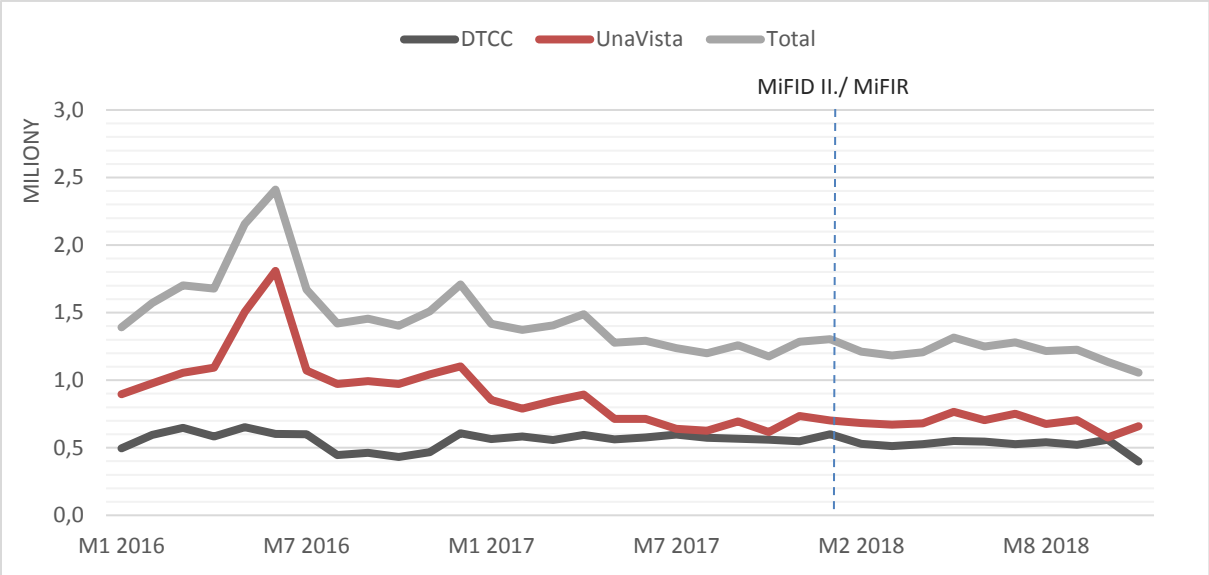


Zdroj: DTCC.com, UnaVista.com, [cit. 2018-12-10].

Počet transakcí neindikuje razantnější přesun transakcí z jednoho obchodního registru do druhého a zůstává značně stabilní. Během posledních dvou je zaznamenán pokles celkového počtu nevypořádaných nominálních transakcí z 1,39 mil. na 1,05 mil. transakcí, což činí

relativní pokles o necelých 25 %. Pokles počtu transakcí je tažen vývojem u obchodního registru UnaVista, kdy je zaznamenán pokles z 856 tis. na 657 tis. transakcí. Vývoj počtu transakcí sleduje klesající trend od počátku roku 2016.

Graf 31- Vývoj počtu transakcí nevypořádaných nominálních pozic komoditních derivátů od roku 2016



Zdroj: Bank for International Settlements, vlastní zpracování, [cit. 2018-12-07][89]

[89] Graf byl očištěn o výkyv v datech za měsíc M11 2017, kdy došlo k nestabilitě v systému UnaVista a zkreslení dat

5.8 Clearing

Povinný clearing pro určité typy derivátů dle nařízení EMIR zahrnuje v EU bazické swapy, Fixed-to-Float úrokové swapy, Forward Rate Agreements (FRA), Overnight Index Swapy a příslušné CDS indexy. Clearing je zaměřen převážně na swapové deriváty. V druhém kvartálu roku 2017 bylo dle statistik ESMA vypořádáno 58 % úrokových derivátu a 27 % kreditních derivátů vypořádáno prostřednictvím CCP. Rostoucí trend tohoto vypořádání bude v budoucnu dále pokračovat i v důsledku uplynutí doby splatnosti u kontraktů, u kterých ještě nebyla regulace implementována. Druhým důsledkem růstu objemu vypořádání a nadhodnocení objemu vypořádání, může být v důsledku nové regulace možnost dvojího započtení u transakcí, které byly dříve uzavřeny jako transakce mezi dvěma protistranami, nicméně nyní se jedná o dvě rozdílné transakce, tj. mezi CCP a každou z protistran.

Data BIS zaznamenávají k H1 2018 na trhu s úrokovými deriváty celkovou hodnotu 76 %, která představuje podíl kontraktů vypořádaných prostřednictvím CCP. Tento podíl zůstává relativně stabilní od doby, kdy dochází ke shromažďování podrobných údajů o transakcích v roce 2016 dle nařízení EMIR. Pokud rozdělíme úrokové kontrakty dle denominace měny, u kontraktů denominovaných v EUR zaznamenáváme hodnotu 73 % a u kontraktů denominovaných v USD 77 %.[90]

5.8.1 Problémy clearingu derivátových kontraktů

Z hlediska kontinuálního snižování nákladů na jednotlivé transakce je nezbytná transformace původních obchodních kanálů na plně automatizované systémy. U některých kanálů je to však vzhledem k náročnosti specifikací kontraktů značně problematické, nicméně vzhledem k vývoji stále nových přístupů a technologických řešení i přesto stupeň elektronizace roste. Převážné množství swapových kontraktů – až 80 % indexovaných credit default swapů CDS, 65 % interest rate swapů (Interest Rate Swap, IRS) a 45% single-name[91] CDS je obchodováno prostřednictvím SEF, které umožňují obchodování dvěma metodami, tzv.

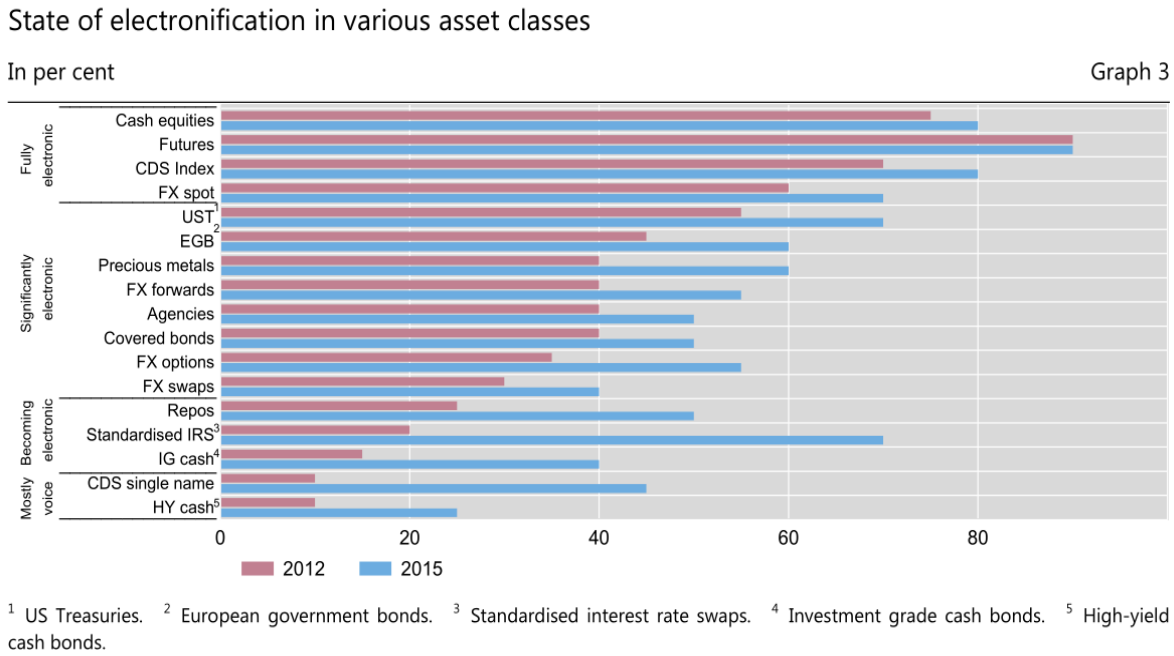
[90] OTC derivatives statistics at end-June 2018 [online]. Bank for International Settlements, 2018 [cit. 2018-11-26]. Dostupné z: https://www.bis.org/publ/otc_hy1810.pdf. S. 5.

[91] CDS s jedním titulem

Request For Quote, (RFQ) nebo All to All trade (A2A) obchod. Graf č. 32 zobrazuje proporci vývoje obchodů dle stupně elektronifikace pro vybrané kreditní instrumenty nebo deriváty.[92] RFQ představuje tradiční způsob obchodování na OTC trzích. Požaduje, aby investor podal neanonymně požadavek na stanovení ceny od jednotlivých obchodníků předtím, než uzavře obchod. A2A obchodování probíhá na základě obchodování prostřednictvím omezené objednávkové knihy, kde je obchodování anonymní a ceny pro participanty zveřejněny.

V souvislosti s A2A swapový trh testuje nové pravidlo pro obchodování tzv. Name-give-up (NGU), které vyžaduje odhalení identit protistran u obchodů A2A po skončení obchodu. NGU tak umožňuje OTC obchodníkům získat informace o swapových investorech pro potřeby potencionálních kontraktů.

Graf 32- Porovnání stupně elektronického obchodování s kreditními instrumenty a deriváty v letech 2012 a 2015



Zdroj: Bank for International Settlements, dostupné z https://www.bis.org/publ/mktc07.pdf, citováno 10. 12. 2018

[92] MARKETS COMMITTEE. *Electronic trading in fixed income markets* [online]. Bank for International Settlements, 2016 [cit. 2019-01-07]. Dostupné z: https://www.bis.org/publ/mktc07.pdf. S. 9.

ZÁVĚR

Navzdory legislativní snaze zavést standardizaci kontraktů v souladu s vypořádáním prostřednictvím centrální protistrany na mimoburzovním trhu, existuje stále silná poptávka tržních participantů po flexibilitě a přizpůsobení, které mimoburzovní deriváty poskytují. Podstatou těchto instrumentů je možnost umožnit tržním participantům splnit unikátní, přesně na míru nastavené zajišťovací a investiční potřeby – požadavky, kterých nelze dosáhnout prostřednictvím více standardizovaných kontraktů. Zavedení příliš širokého nařízení pro vypořádání by mohlo znemožnit tržním participantům přístup k těmto unikátním instrumentům, které umožňují splnění jejich specifických potřeb, což by mohlo vyústit ve zvýšení rizika v systému z hlediska nemožnosti otevřít dané transakce pro účely zajištění či omezení investičních aktivit prováděných tržními participanty.

Z globálního hlediska je možné pozorovat odlišný vývoj u derivátů dle rizikových tříd a nelze vyvodit jednoznačný závěr. Úrokové deriváty určují dle nevypořádaných nominálních hodnot dynamiku mimoburzovního trhu. Prudký nárůst kontraktů v USD sice indikuje globální nárůst, nicméně z hlediska napozorovaných dat v Evropské unii je deklarovaný vývoj značně protichůdný. Úrokové deriváty společně s měnovými, komoditními a kreditními deriváty vykazují pokles nevypořádaných nominálních hodnot a počtu otevřených transakcí, což může charakterizovat snížení obchodní aktivity. Naopak u akciových derivátů dochází k oživení situace na mimoburzovním trhu a globální data korespondují s vývojem na evropské úrovni, kde je zaznamenán nárůst hodnot.

U akciových derivátů dochází dle publikovaných dat k nárůstu obchodní aktivity vlivem zvýšení hodnot u nevypořádaných nominálních pozic, hrubých tržních pozic a počtu otevřených transakcí v Evropské unii. Napozorovaná veřejně publikovaná data prostřednictvím reportujících protistran indikují globální pokles obchodní aktivity mezi jednotlivými obchodníky především u kreditních derivátů, kde zaznamenané snížení nevypořádaných nominálních pozic, hrubých tržních hodnot koresponduje se snížením celkového počtu transakcí.

Směrnice MiFID II v kombinaci s nařízením MiFIR představuje soubor zásadních změn pro současnou podobu a určuje směr budoucího vývoje mimoburzovního trhu v Evropské unii. Ačkoliv lze pozorovat reakce ex ante i ex post v podobě výkyvů v návaznosti na uvedení legislativy v platnost, nedochází ke změnám ve sledovaných dlouhodobějších trendech. Nejsilnější reakci zaznamenávají dle obchodních systémů komoditní deriváty, u kterých

dochází k nárůstu nevypořádaných nominálních pozic před opatřením a následným propadem hodnot po jeho implementaci. Pro potvrzení dopadu regulace bude zásadní další vývoj dat.

Vykázané hodnoty nevypořádaných nominálních pozic, hrubých tržních hodnot, počet transakcí či celková míra koncentrace u jednotlivých druhů derivátů dle typu rizikové třídy či typu derivátového kontraktu neindikují vlivem implementace nového regulatorního rámce MiFID II pokles likvidity na mimoburzovním trhu.

Dále je nutné zohlednit, že kvalita publikovaných dat na bázi legislativy EMIR prostřednictvím obchodních registrů, i přes podstatné zvýšení přesnosti a její kontinuální vylepšování od publikování prvních hodnot v roce 2015, prozatím není naprosto přesná, obzvláště např. u vykázaných hrubých tržních hodnot. Pro dosažení ještě lepších výsledků bude nutná hlubší kooperace obchodních registrů a Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA). Jako negativní vnímám skutečnost, že nedochází k uveřejnění širšího spektra povinně reportovaných dat, která jsou nyní dostupná pouze regulatorně oprávněným entitám.

SEZNAM ZDROJŮ

[1] Aggregate number and nominal value of open positions in KDPW_TR. The Central Securities Depository of Poland [online]. [cit. 2018-12-10]. Dostupné z: http://www.kdpw.pl/EN/TRADE%20REPOSITORY%20EMIR/APPLICATION/AGREGATED%20DATA%20SEARCHING/Pages/default.aspx

[2] AVELLANEDA, Marco a Rama CONT. Trade Transparency in OTC Equity Derivatives Markets [online]. New York University- Courant [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.math.nyu.edu/faculty/avellane/EquitiesTransparency-Study.pdf. S. 4.

[3] Bank for International Settlements [online]. [cit. 2018-11-26]. Dostupné z: https://www.bis.org/statistics/glossary.htm

[4] Chicago Mercantile Exchange [online]. [cit. 2018-11-26]. Dostupné z: www.cmegroup.com

[5] Clearing obligation: (under art. 4 of EMIR) [online]. EMIR [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: http://www.emirreporting.eu/clearing-obligation/

[6] Comparison of Execution Venues [online]. Liquidnet [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.liquidnet.com/uploads/Comparison-of-Execution-Venues.pdf

[7] CFTC Announces that Mandatory Clearing Begins Today [online]. U.S. COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION, 2013 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6529-13

[8] Differences and Similarities of Regulated Markets and Multilateral Trading Facilities [online]. Sorbonne-Assas International Law School, 2014 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: http://www.academia.edu/7595764/Differences_and_Similarities_of_Regulated_Markets_and_Multilateral_Trading_Facilities

[9] DTCC Global Trade Repository for Derivatives: EMIR Trade Repositories. Depository Trust Central Clearing [online]. [cit. 2018-12-10]. Dostupné z: ftp://ftp.cmegroup.com/grs/etr/

[10] DUFFIE, Darrell. Presidential Address: Asset Price Dynamics with Slow-Moving Capital [online]. 2010 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2010.01569.x

[11] DUFFIE, Darrell a Haoxiang ZHU. Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk? [online]. Stanford University, 2011 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: http://www.mit.edu/~zhuh/DuffieZhu_CCP.pdf

[12] DUFFIE, Darrell, Piotr DWORCZAK a Haoxiang ZHU. Benchmarks in Search Markets [online]. The Journal of Finance, 2017 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/jofi.12525

[13] DVOŘÁK, Petr. Deriváty. Vyd. 2., přeprac. V Praze: Oeconomica, 2008, 297 s. ISBN 978-80-245-1435-2. S. 33-34.

[14] MARKETS COMMITTEE. *Electronic trading in fixed income markets* [online]. Bank for International Settlements, 2016 [cit. 2019-01-07]. Dostupné z: https://www.bis.org/publ/mktc07.pdf. S. 9.

[15] EMIR Public Data. Regis - Trade Repository [online]. [cit. 2018-12-10]. Dostupné z: https://www.lseg.com/markets-products-and-services/post-trade-services/unavista/unavista-solutions/regulatory-solutions/emir-reporting/trade-repository-public-data/historical-trade-repository-public-data

[16] ESMA clarifies market structure issues under MiFID II [online]. European Securities and Markets Authority, 2017 [cit. 2019-01-07]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-clarifies-market-structure-issues-under-mifid-ii

[17] EU Derivatives Markets [online]. European Securities and Markets Authority, 2018 [cit. 2018-12-07]. ISBN ESMA 50-165-670. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-639_esma-rae_asr-derivatives_2018.pdf. S. 7-10.

[18] EU derivatives markets - a first-time overview [online]. European Securities and Market Authority, 2017 [cit. 2019-01-07]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-421_eu_derivatives_markets_-_a_first-time_overview.pdf. S. 6.

[19] From MiFID I to MiFID II, what are the main changes? [online]. Deloitte, 2014 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/financial-services/IM/mifidii-changes.pdf. S. 2.

[20] Futures & Options Trading for Risk Management - CME Group [online]. [cit. 2018-12-10]. Dostupné z: ftp://ftp.cmegroup.com/grs/etr/

[21] Herfindahl - Hirschmanův Index [online]. Česká národní banka [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/docs/ARADY/MET_LIST/hhipoj_cs.pdf

[22] Herfindahl-Hirschman Index, HHI [online]. Corporate Finance Institute [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/herfindahl-hirschman-index-hhi/

[23] Historical Trade Repository Public Data: EMIR Trade Repositories. London Stock Exchange Group [online]. [cit. 2018-12-10]. Dostupné z: https://www.lseg.com/markets-products-and-services/post-trade-services/unavista/unavista-solutions/regulatory-solutions/emir-reporting/trade-repository-public-data/historical-trade-repository-public-data

[24] Horizontal Merger Guidelines. In:. U.S. Department of Justice and the Federal Trade Commission, 2010. Dostupné také z: https://www.justice.gov/atr/horizontal-merger-guidelines-08192010#5c

[25] HULL, John. Options, futures, and other derivatives. Ninth edition. Boston: Pearson, [2015]. ISBN 01-334-5631-5. S. 33.

[26] ICE Trade Vault Europe Public Reports. Intercontinental Exchange [online]. [cit. 2018-12-10]. Dostupné z: https://www.icetradevault.com/tveu-reports/

[27] International Swaps and Derivatives Association [online]. [cit. 2018-11-26]. Dostupné z: http://www2.isda.org/functional-areas/research/research-notes/

[28] LEE, Tommy a Chaojun WANG. Why Trade Over-the-Counter? When Investors Want Price Discrimination [online]. 2017 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3087647

[29] Markets: Exchange or Over-the-Counter. International Monetary Fund [online]. [cit. 2018-11-26]. Dostupné z: http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/markets.htm

[30] MiFID II [online]. HSBC, 1 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.about.hsbc.pl/hsbc-in-poland/directives-and-acts/mifid-2

[31] MiFID II / MiFIR [online]. Deloitte, 2017 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cz/Documents/fa/Deloitte-MiFIDII-a-MIFIR.pdf

[32] Monetary policy decisions. European Central Bank [online]. 2016 [cit. 2018-11-26]. Dostupné z:

[33] MPRA Munich Personal RePEc Archive Bounds of Herfindahl-Hirschman index of banks in the European Union [online]. Munich Personal RePEc Archive, 2016 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://mpra.ub.uni-muenchen.de/72922/1/MPRA_paper_72922.pdf

[34] Multilateral and Bilateral Trading under MiFID II - How is my platform/venue categorised? [online]. LEXOLOGY, 2016, 20. září 2016 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=ae2e6dff-8167-447b-8f8b-f35b3c14b650

[35] NAŘÍZENÍ EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY (EU) č. 600/2014: O trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012. článek č. 9, 37, 39. In: . EVROPSKÝ PARLAMENT A RADA EVROPSKÉ UNIE, 2014. Dostupné také z: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600&from=EN. S. 96-97.

[36] Organised Trading Facility (OTF) [online]. Emissions - European Union Emissions Trading Scheme, 2018, , 4 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.emissions-euets.com/trading-venues/organised-trading-facility-otf

[37] Organised Trading Facilities (OTFs) [online]. FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, FCA [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.fca.org.uk/mifid-ii/4-organised-trading-facilities-otfs

[38] Organised trading facilities: how they differ from MTFs [online]. Financier Worldwide, 2015 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.financierworldwide.com/organised-trading-facilities-how-they-differ-from-mtfs/#.XApIfZPA-Uk

[39] OTC derivatives statistics at end-December 2017 [online]. Bank for International Settlements, 2018 [cit. 2018-11-26]. Dostupné z: https://www.bis.org/publ/otc_hy1805.pdf

[40] OTC derivatives statistics at end-June 2018 [online]. Bank for International Settlements, 2018 [cit. 2018-11-26]. Dostupné z: https://www.bis.org/publ/otc_hy1810.pdf. S. 1-11.

[41] Reporting guidelines for semi-annual OTC derivatives statistics at end-June 2018 [online]. Bank for International Settlements, 2018 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.scb.se/contentassets/33bdc993c23f4e77b643b230332d326f/1_guidelines_otc_june_2018.pdf. S. 4.

[42] Shedding light on dark markets: First insights from the new EU-wide OTC derivatives dataset [online]. European Systemic Risk Board, 2016, (11) [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/occasional/20160922_occasional_paper_11.en.pdf?02407d98b%2083f014f15979b29e1ca6f81. S. 39.

[43] SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004: O trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS. Článek č. 6, 27, 33, 34, 41, 71. In:. Úřední věstník Evropské unie: EVROPSKÝ PARLAMENT A RADA EVROPSKÉ UNIE.

[44] SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY 2014/65/EU ze dne 15. května 2014: o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU [online]. Úřední věstník Evropské unie: EVROPSKÝ PARLAMENT A RADA EVROPSKÉ UNIE, 2014 [cit. 2019-01-07]. Dostupné z: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0065&from=CS

[45] SwapsInfo. International Swaps and Derivatives Association, Inc. [online]. [cit. 2018-11-26]. Dostupné z: http://analysis.swapsinfo.org/

[46] Technical summary - MiFIR (Regulation) [online]. pwc [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.pwc.lu/en/mifid/technical-summary-mifir.html

[47] The Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. In: Washington: House of Representatives, 2010, Pub.L. 111–203. Dostupné také z:

https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@swaps/documents/file/hr4173_enrolledbill.pdf

[48] The impact of MiFID II's regulatory framework on the OTC markets [online]. perfect channel, 2016, , 1 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://www.perfectchannel.com/blog/the-impact-of-mifid-iis-regulatory-framework-on-the-otc-markets/

[49] Trade Repository Public Data: EMIR Trade Repositories. NEX Regulatory Reporting [online]. [cit. 2018-12-10]. Dostupné z: http://www.nexregreporting.com/emir-reporting/natr/public-data

[50] Trading venues [online]. Deutsche Börse Group [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: http://deutsche-boerse.com/dbg-en/regulation/regulatory-dossiers/mifid-mifir/mifid-i-to-mifid-ii/market-structure/trading-venues

[51] Understanding the Impact of MiFID: in the Context of Global and National Regulatory Innovations [online]. London Economics, 2010 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: https://londoneconomics.co.uk/wp-content/uploads/2011/09/12-Understanding-the-Impact-of-MiFID-in-the-Context-of-National-and-Global-Regulatory-Innovations.pdf S. 1.

[52] Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets [online]. London Economics, 2002 [cit. 2018-12-07]. Dostupné z: http://londoneconomics.co.uk/wp-content/uploads/2011/09/103-Quantification-of-the-Macro-economic-Impact-of-Integration-of-EU-Financial-Markets.pdf. S. vi.

[53] Questions and Answers: On MiFID II and MiFIR transparency topics [online]. European Securities and Markets Authority, 2018 [cit. 2018-12-07]. ISBN ESMA70-872942901-35. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-35_qas_transparency_issues.pdf

[54] WITZANY, J. Financial Derivatives. Valuation, Hedging and Risk Management. 1. vyd. Praha: Nakladatelství Oeconomica, 2013. 374 s. ISBN 978-80-245-1980-7. S. 8.

SEZNAM GRAFŮ

GRAF 1 – STRUKTURA NEVYPOŘÁDANÝCH NOMINÁLNÍCH POZIC OTC DERIVÁTŮ DLE DRUHU RIZIKOVÉ TŘÍDY 39
GRAF 2 – VÝVOJ HRUBÝCH TRŽNÍCH HODNOT DERIVÁTŮ DLE DRUHU RIZIKOVÉ TŘÍDY 40
GRAF 3 – KOMPARACE DERIVÁTOVÝCH KONTRAKTŮ S ROZDÍLNOU DOBOU DO SPLATNOSTI V LETECH 2017 A 2018 41
GRAF 4 – DENNÍ PRŮMĚRY POČTU TRANSAKCÍ ÚROKOVÝCH DERIVÁTŮ MĚSÍČNĚ 42
GRAF 5 – POMĚR HRUBÝCH TRŽNÍCH HODNOT OBCHODOVANÝCH ETD A OTC DLE DRUHU BAZICKÉHO AKTIVA V EU, PROSINEC 2017 43
GRAF 6 – HRUBÉ NOMINÁLNÍ NEVYPOŘÁDANÉ POZICE DLE TŘÍDY AKTIV V % 44
GRAF 7 – RŮST DLOUHODOBÝCH VÝNOSOVÝCH KŘIVEK DLUHOPISŮ V POROVNÁNÍ S VÝVOJEM INFLACE 46
GRAF 8 – PODÍLY NOMINÁLNÍCH NEVYPOŘÁDANÝCH POZIC IRD 47
GRAF 9 – PODÍLY HRUBÝCH TRŽNÍCH HODNOT IRD 47
GRAF 10 – HRUBÉ TRŽNÍ HODNOTY ÚROKOVÝCH DERIVÁTOVÝCH KONTRAKTŮ DLE DENOMINACE MĚNY 48
GRAF 11 – NEVYPOŘÁDANÉ NOMINÁLNÍ POZICE ÚROKOVÝCH DERIVÁTŮ OD ROKU 2016 49
GRAF 12 – DENNÍ PRŮMĚRY POČTU TRANSAKCÍ ÚROKOVÝCH DERIVÁTŮ MĚSÍČNĚ 50
GRAF 13 – VÝVOJ MÍRY KONCENTRACE NA TRHU S ÚROKOVÝMI DERIVÁTY 51
GRAF 14 – PODÍL HRUBÝCH TRŽNÍCH HODNOT (VLEVO) A NEVYPOŘÁDANÝCH NOMINÁLNÍCH POZIC (VPRAVO) U JEDNOTLIVÝCH DRUHŮ FX DERIVÁTŮ 52
GRAF 15 – VÝVOJ NEVYPOŘÁDANÝCH NOMINÁLNÍCH HODNOT MĚNOVÝCH DERIVÁTŮ OD ROKU 2016 53
GRAF 16 – POČET OTEVŘENÝCH TRANSAKCÍ NEVYPOŘÁDANÝCH NOM. POZIC S MĚNOVÝMI DERIVÁTY DLE HLÁŠENÍ PRO EMIR OD ROKU 2016 54
GRAF 17 – HRUBÉ TRŽNÍ HODNOTY MĚNOVÝCH DERIVÁTOVÝCH KONTRAKTŮ DLE DENOMINACE MĚNY 55
GRAF 18 – ROZDĚLENÍ HRUBÝCH TRŽNÍCH HODNOT NA JEDNU TRANSAKCI 56
GRAF 19 – STUPEŇ ROZDĚLENÍ FX DISTRIBUČNÍ SÍTĚ (V EUR/USD) 56
GRAF 20 – VÝVOJ MÍRY KONCENTRACE NA TRHU S MĚNOVÝMI DERIVÁTY DLE HHI 57
GRAF 21 – PODÍL JEDNOTLIVÝCH DRUHŮ AKCIOVÝCH DERIVÁTŮ V HRUBÝCH TRŽNÍCH HODNOTÁCH (VLEVO) A NEVYPOŘÁDANÝCH NOMINÁLNÍCH POZIC (VPRAVO) 59

GRAF 22 – VÝVOJ NEVYPOŘÁDANÝCH NOMINÁLNÍCH POZIC AKCIOVÝCH DERIVÁTŮ OD ROKU 2016……..... 60
GRAF 23 – VÝVOJ POČTU TRANSAKCÍ NEVYPOŘÁDANÝCH NOMINÁLNÍCH POZIC AKCIOVÝCH DERIVÁTŮ OD ROKU 2016..... 61
GRAF 24 – VÝVOJ MÍRY KONCENTRACE AKCIOVÝCH FORWARDŮ A SWAPŮGRAF 25- VÝVOJ MÍRY KONCENTRACE AKCIOVÝCH OPCÍ……..... 62
GRAF 26 – PODÍL JEDNOTLIVÝCH VYPOŘÁDACÍCH STŘEDISEK NA OBCHODECH S CDS 63
GRAF 27 – VÝVOJ PODÍLŮ VYPOŘÁDÁNÍ PROSTŘEDNICTVÍM CCP DLE NEVYPOŘÁDANÝCH NOMINÁLNÍCH HODNOT 64
GRAF 28 – PODÍL JEDNOTLIVÝCH DRUHŮ KOMODITNÍCH DERIVÁTŮ NA NEVYPOŘÁDANÝCH NOMINÁLNÍCH HODNOTÁCH……. 65
GRAF 29 – STRUKTURA TRHU S KOMODITNÍMI DERIVÁTY DLE TYPU PODKLADOVÉHO AKTIVA65
GRAF 30 – NEVYPOŘÁDANÉ NOMINÁLNÍ POZICE KOMODITNÍCH DERIVÁTŮ OD ROKU 2016 66
GRAF 31 – VÝVOJ POČTU TRANSAKCÍ NEVYPOŘÁDANÝCH NOMINÁLNÍCH POZIC KOMODITNÍCH DERIVÁTŮ OD ROKU 2016..... 67
GRAF 32 – POROVNÁNÍ STUPNĚ ELEKTRONICKÉHO OBCHODOVÁNÍ S KREDITNÍMI INSTRUMENTY A DERIVÁTY V LETECH 2012 A 2015 69

SEZNAM PŘÍLOH

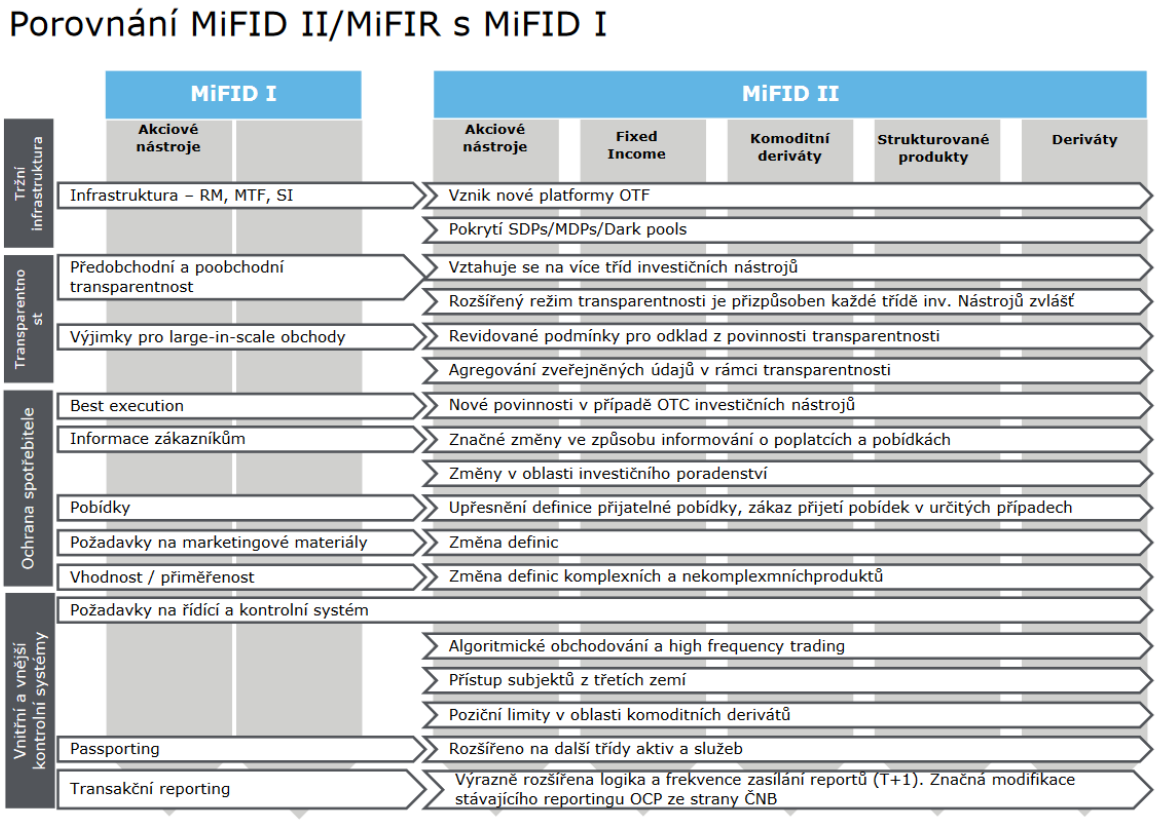
PŘÍLOHA 1 – SROVNÁNÍ MIFID II/MIFIR S MIFID I 80
PŘÍLOHA 2 – ROZHODOVACÍ STROM OHLEDNĚ POVINNÉ PŘED A PO OBCHODNÍ TRANSPARENTNOSTI KONTRAKTŮ 81
PŘÍLOHA 3 – ESMA MIFID II POVINNÝ CLEARING PRO DERIVÁTY 82
PŘÍLOHA 4 – PROMĚNNÉ SPADAJÍCÍ POD POVINNÝ EMIR REPORTING 85
PŘÍLOHA 5 – STRUKTURA IRS TRHU PODLE TRŽNÍCH PARTICIPANTŮ V HRUBÝCH TRŽNÍCH HODNOTÁCH (6M EURIBOR IRS S DOBOU DO SPLATNOSTI 10 LET) K 2/11/2015. 86
PŘÍLOHA 6 – VÝVOJ NEVYPOŘÁDANÝCH NOMINÁLNÍCH HODNOT KREDITNÍCH DERIVÁTŮ OD 2016 87
PŘÍLOHA 7 – POČET TRANSAKCÍ NEVYPOŘÁDANÝCH NOMINÁLNÍCH HODNOT 87

SEZNAM OBRÁZKŮ

OBRÁZEK 1 – VZTAH MIFID II/MIFIR K OSTATNÍ REGULACI 32

PŘÍLOHY

Příloha 1 - Srovnání MiFID II/MiFIR s MiFID I



Zdroj: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cz/Documents/fa/Deloitte-MiFIDII-a-MIFIR.pdf, [cit. 2018-12-10].

Příloha 2 - Rozhodovací strom ohledně povinné před a po obchodní transparentnosti kontraktů

Zdroj: https://www.interniaudit.cz/download/Martin_Krivanek_KPMG_CIIA_MiFIDII.pdf, [cit. 2018-12-10].

Příloha 3 - ESMA MiFID II Povinný clearing pro deriváty

Seznam tříd derivátů spadajících pod požadavky MiFID II

Fixed-to-float interest rate swaps denominated in EUR

Fixed-to-float single currency interest rate swaps - EUR EURIBOR 3 and 6 M

Settlement currency	**EUR**	**EUR**
Trade start type	Spot (T + 2)	Spot (T + 2)
Optionality	No	No
Tenor	2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 12, 15, 20, 30Y	2, 3, 4, 5, 6, 7, 10, 15, 20, 30Y
Notional Type	Constant notional	Constant notional

Fixed leg

Payment frequency	Annual or semi-annual	Annual or semi-annual
Day count convention	30/360 or Actual/360	30/360 or Actual/360

Floating leg

Reference index	EURIBOR 6M	EURIBOR 3M
Reset frequency	Semi-annual or quarterly	Quarterly
Day count convention	Actual/360	Actual/360

Table 2

Fixed-to-float interest rate swaps denominated in USD

Fixed-to-float single currency interest rate swaps - USD LIBOR 3M

Settlement currency	**USD**	**USD**
Trade start type	Spot (T + 2)	IMM (next two IMM dates)
Optionality	No	No
Tenor	2, 3, 4, 5, 6, 7, 10, 12, 15, 20, 30Y	2, 3, 4, 5, 6, 7, 10, 15, 20, 30Y
Notional Type	Constant notional	Constant notional

Fixed leg

Payment frequency	Annual or semi-annual	Annual or semi-annual
Day count convention	30/360 or Actual/360	30/360 or Actual/360

Floating leg

Reference index	USD LIBOR 3M	USD LIBOR 3M
Reset frequency	Quarterly	Quarterly
Day count convention	Actual/360	Actual/360

Fixed-to-float single currency interest rate swaps - USD LIBOR 6M

Settlement currency	**USD**	**USD**
Trade start type	Spot (T + 2)	IMM (next two IMM dates)
Optionality	No	No
Tenor	2, 3, 4, 5, 6, 7, 10, 12, 15, 20, 30Y	2, 3, 4, 5, 6, 7, 10, 15, 20, 30Y
Notional Type	Constant notional	Constant notional

Fixed leg

Payment frequency	Annual or semi-annual	Annual or semi-annual
Day count convention	30/360 or Actual/360	30/360 or Actual/360

Floating leg

Reference index	USD LIBOR 6M	USD LIBOR 6M
Reset frequency	Quarterly or semi-annual	Quarterly or semi-annual
Day count convention	Actual/360	Actual/360

Table 3

Fixed-to-float interest rate swaps denominated in GBP

Fixed-to-float currency interest rate swaps - GBP LIBOR 3 and 6M

Settlement currency	**GBP**	**GBP**
Trade start type	Spot (T + 0)	Spot (T + 0)
Optionality	No	No
Tenor	2, 3, 4, 5, 6, 7, 10, 15, 20, 30Y	2, 3, 4, 5, 6, 7, 10, 15, 20, 30Y
Notional Type	Constant notional	Constant notional

Fixed leg

Payment frequency	Quarterly or semi-annual	Quarterly or semi-annual
Day count convention	Actual/365F	Actual/365F

Floating leg

Reference index	GBP LIBOR 6M	USD LIBOR 3M
Reset frequency	Semi-annual or auarterly	Quarterly
Day count convention	Actual/365F	Actual/365F

Table 4

Index CDS

Type	Sub-type	Geographical Zone	Reference Index	Settlement Currency	Series	Tenor
Index CDS	Untranched Index	Europe	iTraxx Europe Main	EUR	on-the-run series first off-the-run series	5Y
Index CDS	Untranched Index	Europe	iTraxx Europe Crossover	EUR	on-the-run series first off-the-run series	5Y

Zdroj: https://www.emissions-euets.com/mifid-obligation-to-trade-on-regulated-markets, [cit. 2018-12-10].

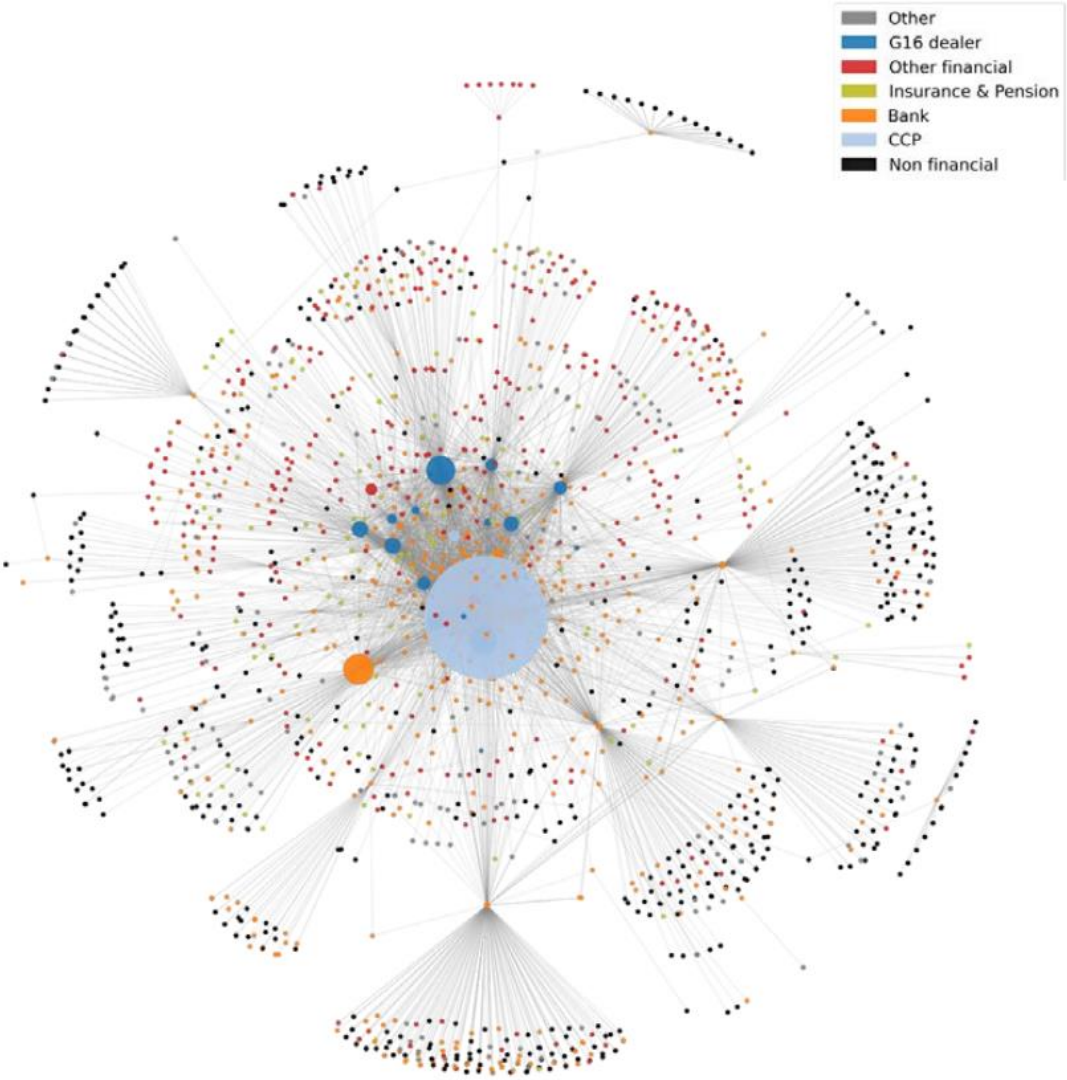
Příloha 4 - Proměnné spadající pod povinný EMIR reporting

Overview of contract variables reported under EMIR

Contract type Product and underlying IDs Notional/deliverable currencies	**Clearing** Clearing status Clearing obligation Clearing timestamp CCP ID
Transaction details Trade ID (UTI) Execution venue / timestamp Maturity / settlement / termination Information on price, notional, type of delivery.	**Interest rates** Fixed rate / floating rate Payment frequencies Day count convention Reset frequencies
Risk mitigation / reporting Confirmation means and timestamp	**Foreign Exchange** Exchange rate Exchange rate basis Forward exchange rate
Collateral Portfolio code Collateral value	**Commodities** Commodity base Further details on energy deriviatives
Modificatios to the report Action type New Modify Error Cancel Compression Valuation update	**Options** Option type / style Strike price

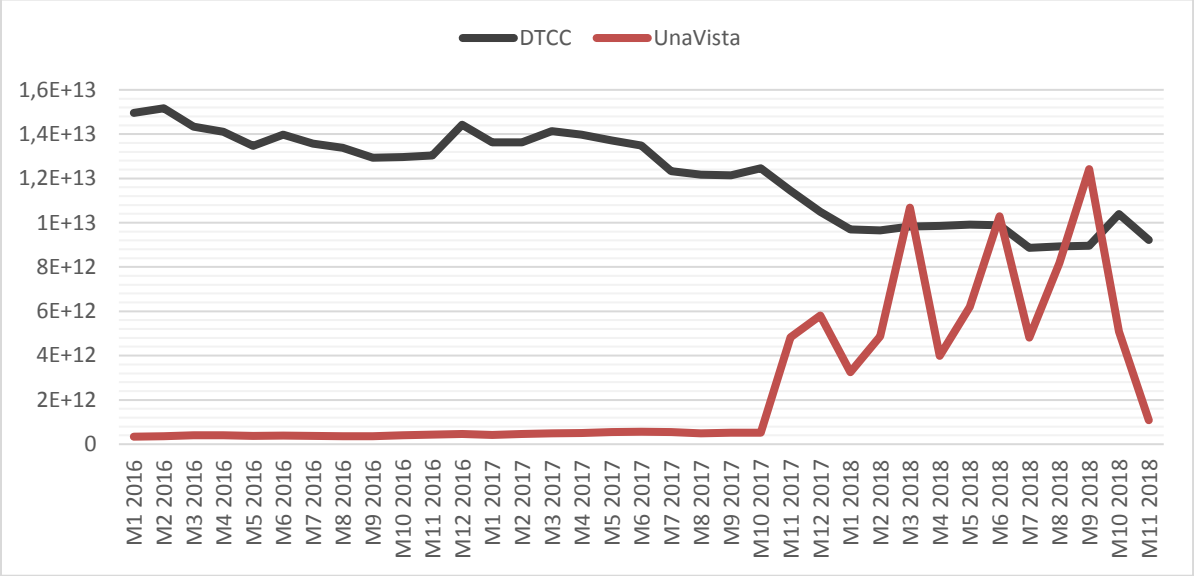
Zdroj:https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/occasional/20160922_occasional_paper_11.en.pdf?02407d98b83f014f15979b29e1ca6f81, [cit. 2018-12-10].

Příloha 5 - Struktura IRS trhu podle tržních participantů v hrubých tržních hodnotách (6M Euribor IRS s dobou do splatnosti 10 let) k 2/11/2015.



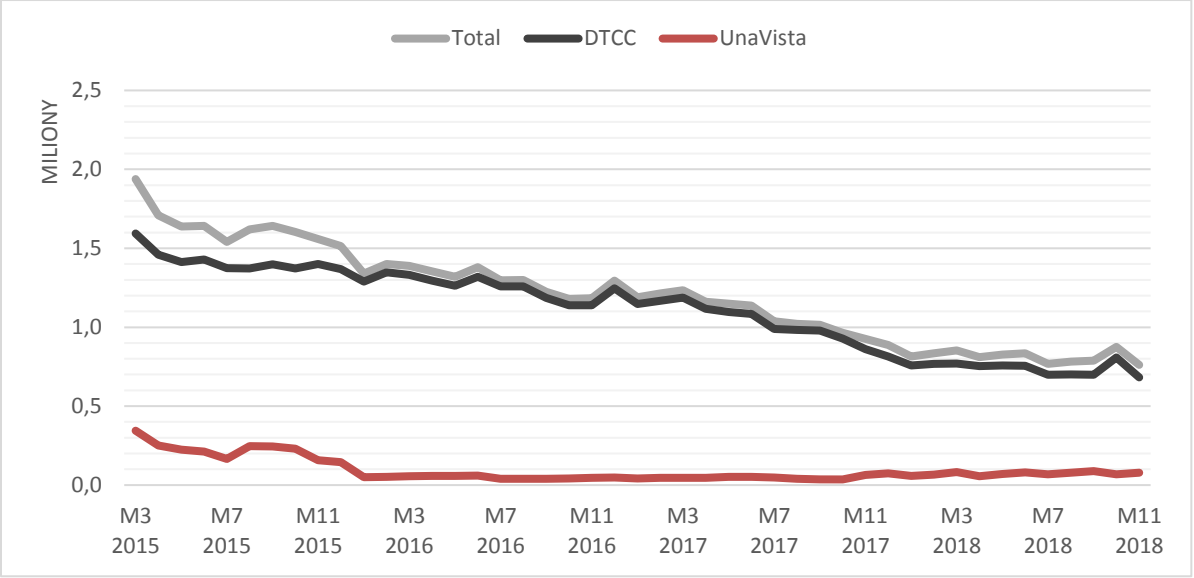
Zdroj:https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/occasional/20160922_occasional_paper_11.en.pdf, [cit. 2018-12-10].

Příloha 6 - Vývoj nevypořádaných nominálních hodnot kreditních derivátů od 2016



Zdroj: DTCC.com, UnaVista.com, vlastní zpracování, [cit. 2018-12-10].

Příloha 7 - Počet transakcí nevypořádaných nominálních hodnot



Zdroj: DTCC.com, UnaVista.com, vlastní zpracování, [cit. 2018-12-10].