

UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE

Právnická fakulta

Rigorózní práce

**Finanční deriváty a derivátové obchody po
implementaci směrnice MiFID**

**Financial Derivatives and Trading in Derivatives
after MiFID Implementation**

Zpracovatel: Mgr. Ing. Tomáš Křížek, MIM

Datum: duben 2010

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem předkládanou rigorózní práci vypracoval samostatně za použití zdrojů a literatury v ní uvedených.

V Praze 12. dubna 2010

Tomáš Křížek

Obsah

Úvod	3
1 Legislativní vymezení derivátů	7
1.1 Deriváty v pojetí českých právních předpisů.....	7
1.2 Úprava derivátů podle směrnice MiFID	13
1.3 Úprava derivátů podle zákona o komoditních burzách	16
1.4 Systematizace derivátů	17
1.4.1 Historický exkurz.....	17
1.4.2 Zařazení derivátů do systému finančních nástrojů	18
1.5 Aplikace vymezení derivátů na příkladu organizování trhu s elektrickou energií	21
2 Účetní souvislosti derivátů a derivátových obchodů	27
2.1 Česká účetní úprava derivátů	27
2.1.1 Zákon o účetnictví	28
2.1.2 Podzákonné právní předpisy	30
2.1.3 Deriváty v účetnictví Českých aerolinií.....	34
2.2 Mezinárodní účetní úprava derivátů	35
2.2.1 Definice derivátových nástrojů podle US GAAP	37
2.2.2 Definice derivátových nástrojů podle IAS/IFRS	38
3 Důsledky chybějící legislativní definice derivátů	40
3.1 Důsledky chybějící definice z pohledu regulace kapitálových trhů	40
3.2 Důsledky chybějící definice z pohledu právního řádu jako celku	42
4 Derivátové nástroje a jejich využití.....	45
4.1 Historický přístup k derivátovým nástrojům	45
4.2 Právní vymezení jednotlivých druhů derivátů	47
4.3 Jednotlivé derivátové nástroje	49
4.3.1 Opce, futures, forwardy a swapy	49
4.3.2 Další derivátové nástroje	55
4.4 Ekonomický význam derivátových obchodů.....	61
4.5 Praktické příklady rizikovosti derivátových nástrojů	63
4.5.1 Československá obchodní banka	63

4.5.2	Zahraniční příklady rizikového obchodování s deriváty	65
5	Poskytování investičních služeb spojených s deriváty	68
5.1	Evropská iniciativa ke sjednocení finančních trhů	68
5.2	Poskytování investičních služeb v rámci obchodování s deriváty.....	72
5.2.1	Obecně k poskytování investičních služeb	72
5.2.2	Hlavní investiční služby.....	76
5.2.3	Doplňkové investiční služby.....	84
5.3	Ochrana zákazníků.....	90
5.3.1	Rozdělení zákazníků podle rizikového profilu	91
5.3.2	Poskytování investičních služeb s ohledem na profil zákazníka	93
5.3.3	Provádění pokynů za nejlepších podmínek	97
6	Úprava organizace trhu s deriváty a investování do derivátů.....	100
6.1	Platformy pro organizování trhu s deriváty	100
6.2	Podmínky přijetí derivátů k obchodování.....	103
6.3	Evidence derivátů	107
6.4	Ochrana investorů investujících do derivátových nástrojů.....	108
6.4.1	Ratingové agentury	110
6.4.2	Ochrana investorů v rámci kolektivního investování	111
	Závěr	118
	Seznam zkratk	123
	Použitá literatura a prameny	125

Úvod

V této rigorózní práci je rozebíráno téma, které není v české právní literatuře, na rozdíl od literatury s ekonomickým zaměřením, příliš diskutované a popisované – finanční deriváty. Úprava finančních derivátů a derivátů obecně zaznamenala v poslední době rozsáhlých změn, které byly zapříčiněny potřebou harmonizace českého práva kapitálového trhu s právem Evropských společenství. Konkrétně byla přijata v rámci iniciativy akčního plánu finančních služeb za jednotný finanční prostor tzv. směrnice MiFID – Markets in Financial Instruments Directive (směrnice upravující trhy finančních nástrojů), která zcela pozměnila způsob obchodování s investičními nástroji, mezi které patří právě i finanční deriváty.

Na začátku práce je třeba uvést, že zaměření této práce na "finanční" deriváty má odlišit deriváty ve smyslu investičních nástrojů od derivátů zcela odlišných, např. chemických derivátů (derivátů uhlovodíků). Příznak "finanční" by proto neměl nijak asociovat ekonomické dělení derivátů na finanční a komoditní, jelikož takovéto dělení není v české právní úpravě nijak opodstatněné; práce se tudíž týká všech typů derivátů podle platného a účinného práva, a to především z pohledu derivátů jako investičních nástrojů podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Skutečnost, že je ve své podstatě většina derivátů z právního hlediska podobná a jen se liší v některých detailech, podporuje tendenci nazírat na deriváty jako na homogenní skupinu nástrojů. Z výše uvedených důvodů je na začátku práce uveden i návrh rozdělení derivátů, které bude následně v práci využíváno.

Práce je rozdělena do dvou velkých částí – na část věnující se derivátům samotným, včetně jejich právního a účetního vymezení – a na část zabývající se investičními službami spojenými s deriváty, obchodováním s deriváty a investováním do derivátů. V části první bude uvedena a zhodnocena právní úprava derivátů, nastíněn vývoj právní úpravy a popsány dopady výše uvedené směrnice Evropských společenství na českou právní úpravu. Druhá část bude z teoretického a praktického hlediska rozebírat právní úpravu poskytování investičních služeb spojených s deriváty, možnosti obchodování s deriváty a vliv právní úpravy derivátů detailně rozebrané v části první týkající se vymezení derivátů na obchodování s deriváty, a to v souvislosti s implementací evropských předpisů týkajících se investičních nástrojů. Nicméně obě

části nejsou nijak striktně oddělené, částečně se překrývají a především na sebe vzájemně odkazují.

Hlavním cílem této rigorózní práce je na základě rozebrání a zhodnocení právní úpravy finančních derivátů a poskytování investičních služeb spojených s deriváty, resp. obchodování s deriváty a investování do nich, uvést praktické dopady na výše uvedené investiční činnosti a aplikační obtíže spojené s regulací uvedených činností. Práce je zaměřena i na doporučení pro změny právní úpravy, které by mohly mít příznivý vliv na poskytování investičních služeb a stabilitu kapitálového trhu. Z výše uvedeného pohledu právního vymezení derivátů je konkrétním cílem zhodnotit českou právní úpravu a navrhnout případná zlepšení, a to s ohledem na použitou terminologii a celkovou konstrukci úpravy derivátových nástrojů. K dosažení tohoto cíle bude sloužit i detailní rozbor evropské a zahraniční úpravy derivátů, včetně mezinárodního účetního vymezení. U deskriptivních pasáží týkajících se poskytování investičních služeb je cílem identifikovat případné nedostatky právní úpravy, zanalyzovat je a navrhnout odpovídající změny. Cílem při praktické aplikaci poznatků je celkové zhodnocení úpravy kapitálového trhu z pohledu derivátů a derivátových obchodů, resp. z pohledu zákazníka/investora, a na základě ekonomických požadavků na stabilitu kapitálového trhu nastínit možná doporučení.

Struktura práce by měla postupovat následujícím způsobem. Nejdříve bude uvedeno právní vymezení derivátů z pohledu účinné právní úpravy, ale také z pohledu historické a mezinárodní právní úpravy; tato část práce se bude věnovat i systematizaci derivátů, kde se detailněji vymezí, které nástroje jsou předmětem práce. Na závěr této části budou uvedeny praktické dopady právního vymezení derivátů na kapitálový, resp. komoditní trh. Další část práce se zaměří na účetní vymezení a zobrazení derivátů a derivátových obchodů, které je velice důležité pro rozbor v prakticky zaměřených částech práce. Při zpracování této části bude nutné vycházet z mnohých podzákoných právních, resp. účetních předpisů, a to nejen českých, ale i zahraničních – především z amerických účetních standardů US GAAP a z Mezinárodních standardů IAS/IFRS. Na statě o právní a účetní úpravě bude navazovat část rozebírající hlavní nedostatek účinné právní úpravy v podobě chybějící definice derivátů, a to jak z pohledu regulace potřeby

zajištění stability finančního trhu, tak i z pohledu zákonů z jiných oblastí odkazujících na definici derivátů.

Následující dvě části se soustředí na jednotlivé deriváty a poskytování investičních služeb spojených s deriváty včetně ochrany zákazníků. V rámci těchto kapitol budou nastíněna doporučení de lege ferenda na změnu právní úpravy, která by zajistila vyšší stabilitu českého kapitálového trhu. Na tyto části naváže stať o obchodování s deriváty v České republice, taktéž včetně ochrany investorů, a to i v rámci kolektivního investování do derivátů podle zákona o kolektivním investování.

V souladu s cíli a strukturou práce by mezi její hlavní přínosy mělo patřit zhodnocení právní úpravy derivátů, investičních služeb s nimi spojených a možnosti obchodování s deriváty, a to v širším kontextu jednak evropské právní úpravy, jednak praktických problémů spojených s jejich nedostatečnou nebo nevhodnou regulací. Práce by měla být přínosná také v tom ohledu, že doposud neexistuje rozsáhlá odborná literatura zabývající se finančními deriváty z pohledu právní úpravy a tato práce tak přispěje k lepšímu rozboru dané oblasti. Správná úprava derivátů a její pochopení jsou velice důležité s ohledem na poslední vývoj na mezinárodních kapitálových trzích, kdy investování do derivátových nástrojů odvozených od různých pokladových aktiv, např. amerických rezidenčních hypotečních úvěrů, mělo za následek vznik současné finanční a hospodářské krize. V případě vhodné právní regulace by se dalo takovéto krizi, minimálně na lokální úrovni, zabránit, čehož je částečně důkazem i Česká republika, kde problémy finančního sektoru spojené s investováním do derivátových nástrojů nebyly tak rozsáhlé jako v případě některých jiných států. S ohledem na výše uvedené mezinárodní souvislosti bude významnou část práce tvořit právní analýza nejznámějších případů spojených s investováním do derivátů, které mohly ohrozit stabilitu nejen daného národního kapitálového trhu, ale přímo kapitálového trhu mezinárodního. Z těchto zahraničních případů je nutné se poučit a nastavit českou právní úpravu tak, aby se obdobné případy nemohly v českém právním prostředí opakovat.

Jelikož odborná literatura na téma derivátů není nijak obsáhlá a většinou se zaměřuje na základní popis derivátových nástrojů nebo se jedná o ekonomickou literaturu zaměřující se příliš na praktické využití derivátů na finančních trzích, vychází se v této práci především z primárních zdrojů – platné a účinné české, evropské a zahraniční právní úpravy, ze zahraniční literatury, rozhodnutí již zrušené Komise pro

cenné papíry, jejíž pravomoce přešly na Českou národní banku, a vlastních pracovních zkušeností s analýzou regulace obchodování s finančními deriváty v České republice.

Tato rigorózní práce do velké míry vychází z autorovy diplomové práce s názvem Finanční deriváty jako předmět poskytování investičních služeb obhájené na Katedře finančního práva a finanční vědy Právnické fakulty Univerzity Karlovy v lednu 2010 s výsledkem výborně. Rigorózní práce uvedenou diplomovou prací do značné míry rozšiřuje, aktualizuje a doplňuje o mnohé významné poznatky; upravuje některé závěry a přináší závěry nové. V práci jsou také využity závěry autorova příspěvku na 11. ročníku konference studentů doktorského studia Fakulty financí a účetnictví Vysoké školy ekonomické v Praze s názvem Implementace směrnice MiFID – dopady a problémy nové právní úpravy derivátů. V rigorózní práci jsou též zohledněny připomínky oponentů práce diplomové; odpovídající pasáže jsou buď upravené nebo doplněné.

1 Legislativní vymezení derivátů

1.1 Deriváty v pojetí českých právních předpisů

Základní úprava derivátů je obsažena v zákoně č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů (dále "zákon o podnikání na kapitálovém trhu" nebo "ZPKT"). V § 3 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu¹ jsou uvedeny jednotlivé investiční nástroje, přičemž však ZPKT přesně nestanoví, které z uvedených investičních nástrojů jsou deriváty. Až do novelizování ZPKT zákonem č. 230/2008 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související předpisy (dále "zákon č. 230/2008 Sb." nebo "velká novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu"), platila definice derivátů, kterou uvádí Bakeš 2006², kdy ZPKT ve svém § 3 odst. 3 uvedl taxativně pozitivněprávní definici derivátů, kdy se podle tohoto znění ZPKT za deriváty považovaly:

- opce na investiční nástroje uvedené v odstavci 1 písm. a) až c) [písm. a)],
- finanční termínové smlouvy (zejména futures, forwardy a swapy) na investiční nástroje uvedené v odstavci 1 písm. a) až c) [písm. b)],
- rozdílové smlouvy a obdobné nástroje pro přenos úrokového nebo kurzového rizika [písm. c)],
- nástroje umožňující přenos úvěrového rizika [písm. d)],
- jiné nástroje, ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích a jejichž hodnota se odvozuje zejména z kurzu investičního cenného papíru, indexu, úrokové míry, kurzu měny nebo ceny komodity [písm. e)].

Zmiňovaný § 3 odst. 1 přitom zařazoval deriváty mezi investiční nástroje, jejichž rozdělení uváděl následujícím způsobem:

- investiční cenné papíry [písm. a)],
- cenné papíry kolektivního investování [písm. b)],
- nástroje, se kterými se obvykle obchoduje na peněžním trhu (nástroje peněžního trhu) [písm. c)],

¹ Pokud není v práci uvedeno jinak, vztahují se všechna ustanovení na zákon o podnikání na kapitálovém trhu.

² Bakeš, M. a kol: Finanční právo, 4. aktualizované vydání. Praha: C. H. Beck, 2006, s. 581-699.

- deriváty [písm. d)].

Zákonem tedy byl taxativně uvedený výčet derivátů a jiné nástroje než ty uvedené v § 3 odst. 3 ZPKT nebyly považovány za deriváty. Účinné znění zákona o podnikání na kapitálovém trhu však podobný způsob definice derivátů neuvádí³, stejně tak deriváty nedefinují ani jiné zákony; jelikož tak v české právní úpravě není nikde stanovena definice derivátů nebo finančních derivátů⁴, je vhodné si stanovit spíše zpětnou definici derivátů, a to tak, že se zpětně stanoví, které položky ze zmíněného § 3 odst. 1 ZPKT se dají považovat za deriváty. Jde však jen o výkladovou a nikoli legální definici, resp. vymezení derivátů.

§ 3 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu v účinném znění rozlišuje následující investiční nástroje:

- investiční cenné papíry [písm. a)],
- cenné papíry kolektivního investování [písm. b)],
- nástroje, se kterými se obvykle obchoduje na peněžním trhu (nástroje peněžního trhu) [písm. c)],
- opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke kurzu nebo hodnotě cenných papírů, měnovým kurzům, úrokové míře nebo úrokovému výnosu, jakož i jiným derivátům, finančním indexům či finančním kvantitativně vyjádřeným ukazatelům, a ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích nebo právo na dodání majetkové hodnoty, k níž se jejich hodnota vztahuje [písm. d)],
- nástroje umožňující přenos úvěrového rizika [písm. e)],
- finanční rozdílové smlouvy [písm. f)],
- opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke komoditám a z nichž vyplývá právo na vypořádání v penězích nebo právo alespoň jedné strany zvolit, zda si přeje vypořádání v penězích, není-li využití tohoto práva odvislé od platební neschopnosti nebo jiné obdobné nemožnosti plnění [písm. g)],

³ Pro výjimky viz další části práce.

⁴ K termínu "finanční deriváty" podle české právní úpravy viz další části práce.

- opce, futures, swapy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke komoditám a z nichž vyplývá právo na dodání této komodity, a se kterými se obchoduje na regulovaném trhu se sídlem v členském státě Evropské unie nebo v mnohostranném obchodním systému provozovaném osobou se sídlem v členském státě Evropské unie [písm. h)],
- opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke komoditám a z nichž vyplývá právo na dodání této komodity, které nejsou uvedené v písmenu h), nejsou určené pro obchodní účely a mají znaky jiných derivátových investičních nástrojů; zejména jde o ty, které jsou zúčtovány a vypořádány prostřednictvím vypořádacího systému nebo je jejich součástí dohoda o výzvě k doplnění zajištění [písm. i)],
- opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke klimatickým ukazatelům, přepravním tarifům, emisním povolenkám nebo míře inflace a dalším ekonomickým ukazatelům uveřejněným na úseku oficiální statistiky, a z nichž vyplývá právo na vypořádání v penězích nebo právo alespoň jedné strany zvolit, zda si přeje vypořádání v penězích, není-li využití tohoto práva odvislé od platební neschopnosti nebo jiné obdobné nemožnosti plnění [písm. j)],
- nástroje, jejichž hodnota se vztahuje k majetkovým hodnotám, právům, závazkům, indexům nebo kvantitativně vyjádřeným ukazatelům, které nejsou uvedené v písmenu j), nejsou určené pro obchodní účely a mají znaky jiných derivátových investičních nástrojů; zejména jde o ty, které jsou obchodovány na regulovaném trhu se sídlem v členském státě Evropské unie nebo v mnohostranném obchodním systému provozovaném osobou se sídlem v členském státě Evropské unie, jsou zúčtovány a vypořádány prostřednictvím vypořádacího systému nebo je jejich součástí dohoda o výzvě k doplnění zajištění [písm. k)].

S přihlédnutím k historické definici uvedené v ZPKT ve znění účinném do 1. července 2008 (do nabytí účinnosti velké novely zákona o podnikání na kapitálovém trhu) se za deriváty dají z výše uvedeného výčtu investičních nástrojů podle § 3 odst. 1

ZPKT považovat investiční nástroje uvedené pod písmeny d), e), f), g), h), i), j) a k); deriváty by se tak měly rozumět následující investiční nástroje z § 3 odst. 1 ZPKT:

- opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke kurzu nebo hodnotě cenných papírů (dále i "CP"), měnovým kurzům, úrokové míře nebo úrokovému výnosu, jakož i jiným derivátům, finančním indexům či finančním kvantitativně vyjádřeným ukazatelům, a ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích nebo právo na dodání majetkové hodnoty, k níž se jejich hodnota vztahuje [písm. d)],
- nástroje umožňující přenos úvěrového rizika [písm. e)],
- finanční rozdílové smlouvy [písm. f)],
- opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke komoditám a z nichž vyplývá právo na vypořádání v penězích nebo právo alespoň jedné strany zvolit, zda si přeje vypořádání v penězích, není-li využití tohoto práva odvislé od platební neschopnosti nebo jiné obdobné nemožnosti plnění [písm. g)],
- opce, futures, swapy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke komoditám a z nichž vyplývá právo na dodání této komodity, a se kterými se obchoduje na regulovaném trhu se sídlem v členském státě Evropské unie nebo v mnohostranném obchodním systému provozovaném osobou se sídlem v členském státě Evropské unie [písm. h)],
- opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke komoditám a z nichž vyplývá právo na dodání této komodity, které nejsou uvedené v písmenu h), nejsou určené pro obchodní účely a mají znaky jiných derivátových investičních nástrojů; zejména jde o ty, které jsou zúčtovány a vypořádány prostřednictvím vypořádacího systému nebo je jejich součástí dohoda o výzvě k doplnění zajištění [písm. i)],
- opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke klimatickým ukazatelům, přepravním tarifům, emisním povolenkám nebo míře inflace a dalším ekonomickým ukazatelům uveřejněným na úseku oficiální statistiky, a z nichž vyplývá právo na vypořádání v penězích nebo právo alespoň jedné strany zvolit, zda si přeje vypořádání v penězích, není-li využití

tohoto práva odvislé od platební neschopnosti nebo jiné obdobné nemožnosti plnění [písm. j]),

- nástroje, jejichž hodnota se vztahuje k majetkovým hodnotám, právům, závazkům, indexům nebo kvantitativně vyjádřeným ukazatelům, které nejsou uvedené v písmenu j), nejsou určené pro obchodní účely a mají znaky jiných derivátových investičních nástrojů; zejména jde o ty, které jsou obchodovány na regulovaném trhu se sídlem v členském státě Evropské unie nebo v mnohostranném obchodním systému provozovaném osobou se sídlem v členském státě Evropské unie, jsou zúčtovány a vypořádány prostřednictvím vypořádacího systému nebo je jejich součástí dohoda o výzvě k doplnění zajištění [písm. k)].

Jak bude zmíněno v pozdějších částech práce, uvedená nejednoznačnost v definici derivátů může mít závažné důsledky, pokud nějaký zákon využívá definici derivátů podle ZPKT, nicméně chybějící definice derivátů může přispět i k neprůhlednosti finančního trhu. Pokud se v této práci mluví na dalších místech o derivátech, myslí se jimi investiční nástroje podle § 3 odst. 1 ZPKT pod písmeny d) až k), jak bylo uvedeno výše. Toto vymezení podporují i některá ustanovení ZPKT, která sdružují nástroje v § 3 odst. 1 pod písmeny d) až k) do jedné homogenní skupiny investičních nástrojů – např. § 56 odst. 4.

Historicky byly deriváty upraveny také v zákoně České národní rady č. 591/1992 Sb., o cenných papírech (federální zákon o cenných papírech č. 600/1992 Sb., o cenných papírech, neobsahoval o derivátech žádnou zmínku), jehož úprava však také nebyla příliš vhodná. V § 8a investiční nástroje v odst. 1 uváděl taxativní seznam investičních nástrojů, mezi které patřily i některé deriváty, avšak nebyl stanoven taxativní výčet derivátů. Z derivátů zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech v § 8a rozeznával:

- finanční termínové smlouvy (futures), včetně rovnocenných nástrojů, z nichž vyplývá právo na vypořádání v penězích [písm. d)],
- úrokové termínové smlouvy (FRA) [písm. e)],
- úrokové a devizové swapy a swapy na akcie a akciové indexy (equity swaps) [písm. f)] a

- nákupní a prodejní opce týkající se investičního nástroje, včetně rovnocenných nástrojů, ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích; těmi se rozumí zejména devizové a úrokové opce [písm. g)].

Pouze § 8a odst. 5 definoval deriváty jako "penězi ocenitelná práva a závazky, jejichž hodnota se vztahuje k cenným papírům nebo je odvozena z cenných papírů, komodit, měn, jiných majetkových hodnot, úrokových měr, kurzových indexů nebo jakýchkoliv jiných faktorů stanovených pro tento účel a ke smlouvám nebo ze smluv o nich." Pokud by se tedy měl stanovit taxativní výčet derivátů podle českého práva, bylo by nutné zkoumat, které investiční nástroje z § 8a odst. 1 splňují požadavky odst. 5 na definici derivátů. S ohledem na toto ustanovení by šlo právě o nástroje uvedené pod písmeny d), e), f) a g), jak bylo uvedeno výše.

Nicméně § 8a odst. 2, který taxativně vyjmenovával investiční cenné papíry, pod písm. d) uváděl, že investičními cennými papíry jsou i "všechny ostatní obvykle obchodované cenné papíry, které opravňují nabytí cenné papíry podle písmene a) nebo b) upsáním nebo výměnou nebo které zakládají právo na vypořádání v penězích, s výjimkou platebních nástrojů." Dle rozhodnutí nyní již zrušené Komise pro cenné papíry⁵, účinností ZPKT "patří některé investiční nástroje, které bylo možné podle zákona o cenných papírech zařadit do skupiny investičních cenných papírů, mezi deriváty," a to právě s ohledem na bývalou dikci ustanovení § 8a odst. 2 písm. d). Zákon o cenných papírech tedy stanovil, že některé deriváty, pokud by splňovaly podmínku § 8a odst. 2 písm. d), by mohly být cennými papíry, což by se dalo považovat za nevalidní implikaci, jelikož podle všeobecně uznávaných principů i právní úpravy účinné v mnohých zemích, nepatří deriváty mezi cenné papíry⁶.

I když zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů (dále "zákon č. 591/1992 Sb., "zákon o cenných papírech" nebo "ZCP") v § 1 odst. 1 uvádí jen demonstrativní výčet cenných papírů, mezi které patří "zejména akcie, zátižní listy, poukázky na akcie, podílové listy, dluhopisy, investiční kupóny, kupóny, opční listy, směnky, šeky, náložné listy, skladištní listy a zemědělské skladní listy,"

⁵ Komise pro cenné papíry: Z rozhodovací praxe – K vymezení investičních nástrojů, k povinnosti uvést postavení obchodníka do souladu se zákonem. Rozhodnutí KCP/5/2005 ze dne 8. července 2005.

⁶ Pro diskusi ohledně nazírání na některé deriváty jako na cenné papíry viz další části práce, ze kterých vyplývá, že některé deriváty mohou být cennými papíry.

žádný z těchto cenných papírů není derivátem v ekonomickém ani právním smyslu. Jelikož deriváty jsou investičními produkty (resp. přímo investičními nástroji podle § 3 odst. 3 ZPKT), musely by být investičními cennými papíry, pokud by měly být cennými papíry. ZPKT však v § 3 odst. 1 odděluje (investiční) cenné papíry (investiční cenné papíry písm. a)] a cenné papíry kolektivního investování [písm. b)] od derivátů, což opět potvrzuje názor, že deriváty nejsou cennými papíry, i když ekonomický rozdíl mezi nimi nemusí být velký, obzvláště vzhledem k faktu, že většina investičních cenných papírů a cenných papírů kolektivního investování existuje v zaknihované podobě stejně jako deriváty. Navíc § 33 odst. 9 ZPKT opět odděluje cenné papíry od derivátů, když uvádí, že "ustanovení této části (část třetí – pozn. aut.) se přiměřeně použije též na jiné druhy investičních nástrojů než cenné papíry, pokud z povahy věci nevyplývá jinak. Dá se tedy shrnout, že podle účinné právní úpravy není možné považovat deriváty za cenné papíry.

Tento závěr podporuje i fakt, že deriváty jsou většinou termínovými smlouvami, přičemž smlouva nemůže být cenným papírem, jelikož smlouvy existují i bez materiálního podkladu, resp. bez záznamu v evidenci (v případě zaknihovaných cenných papírů), kdežto pro cenné papíry je důležitý jejich materiální substrát, resp. záznam v evidenci. O derivátech jako o smlouvách navíc hovoří na více místech i prováděcí nařízení Komise (ES) č. 1287/2006 ze dne 21. srpna 2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnosti trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice (dále "nařízení 1287/2006" nebo "prováděcí nařízení k MiFID"). I když uvedené závěry naznačují, že deriváty nejsou cennými papíry, řešení této otázky není předmětem této práce a nemusí jít tedy o závěr naprosto správný.

1.2 Úprava derivátů podle směrnice MiFID

Jak bylo zmíněno v předchozích částech, evropská legislativa upravující finanční trhy měla na české právo zásadní dopad v potřebě harmonizace naší právní úpravy se směrnicí 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 (dále "Směrnice" nebo směrnice "MiFID" z anglického názvu Markets in Financial Instruments Directive) a jejími prováděcími předpisy – výše uvedené nařízení 1287/2006 a směrnice Komise 2006/73/ES ze dne 10. srpna 2006, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice (dále "směrnice 2006/73/ES" nebo "prováděcí směrnice k MiFID"). Pro vymezení derivátů je důležitá především Směrnice MiFID, která uvádí ve své Příloze 1 – Seznam služeb, činností a finančních nástrojů v Oddíle C následující finanční nástroje:

- převoditelné cenné papíry [odst. 1],
- nástroje peněžního trhu [odst. 2],
- podílové jednotky subjektů kolektivního investování [odst. 3],
- opce, futures, swapy, dohody o budoucích úrokových sazbách a jakékoli jiné derivátové smlouvy týkající se cenných papírů, měn, úrokových sazeb či výnosů nebo jiné derivátové nástroje, finanční indexy nebo finanční míry, které lze vypořádat fyzicky nebo v hotovosti [odst. 4],
- opce, futures, swapy, dohody o budoucích úrokových sazbách a jakékoli jiné derivátové smlouvy týkající se komodit, které musejí být vypořádány v hotovosti nebo mohou být vypořádány v hotovosti na žádost jedné ze stran (jinak než v případě neplnění nebo z jiného důvodu ukončení) [odst. 5],
- opce, futures, swapy a jakékoli jiné derivátové smlouvy týkající se komodit, které lze vypořádat fyzicky za předpokladu, že jsou obchodovány na regulovaném trhu nebo MTF [odst. 6],
- opce, futures, swapy, forwardy a jakékoli jiné derivátové smlouvy týkající se komodit, které lze vypořádat fyzicky, neuvedené jinak v oddíle C odstavci 6 a neurčené k obchodním účelům, které mají znaky jiných derivátových finančních nástrojů, mimo jiné s ohledem na to, zda jsou zúčtovány a vypořádány prostřednictvím uznávaných zúčtovacích středisek nebo pomocí výzvy k dodatkové úhradě [odst. 7],
- derivátové nástroje k převodu úvěrového rizika [odst. 8],
- finanční rozdílové smlouvy [odst. 9],

- opce, futures, swapy, dohody o budoucích úrokových sazbách a jakékoli jiné derivátové smlouvy týkající se klimatických proměnných, sazeb přepravného, povolenek na emise nebo měr inflace či jiných oficiálních ekonomických statistických údajů, které musejí být vypořádány v hotovosti nebo mohou být vypořádány v hotovosti na žádost jedné ze stran (jinak než v případě neplnění nebo z důvodu jiného ukončení), i další derivátové smlouvy týkající se majetku, práv, závazků, indexů a měr neuvedených jinde v tomto oddílu, které mají znaky jiných derivátových finančních nástrojů, mimo jiné s ohledem na to, zda jsou obchodovány na regulovaném trhu nebo MTF, zúčtovány a vypořádány prostřednictvím uznávaných zúčtovacích středisek nebo pomocí vyzvy k dodatkové úhradě [odst. 10].

Vymezení finančních nástrojů a potažmo derivátů se tak v českém právu shoduje s evropskou úpravou. Způsob harmonizace a dosažený stupeň harmonizace uvádí následující tabulka:

Tab. 1: Přehled harmonizace vymezení finančních/investičních nástrojů

Finanční/investiční nástroj (podle MiFID)	Směrnice MiFID	ZPKT	Stupeň harmonizace
Převoditelné cenné papíry	Příloha 1, oddíl C odst. 1	§ 3 odst. 1 písm. a)	Úplná
Nástroje peněžního trhu	Příloha 1, oddíl C odst. 2	§ 3 odst. 1 písm. c)	Doslovná
Podílové jednotky subjektů kolektivního investování	Příloha 1, oddíl C odst. 3	§ 3 odst. 1 písm. b)	Úplná
Deriváty podle odst. 4 (nekomoditní)	Příloha 1, oddíl C odst. 4	§ 3 odst. 1 písm. d)	Úplná
Deriváty podle odst. 5 (komoditní s hotovostním vypořádáním)	Příloha 1, oddíl C odst. 5	§ 3 odst. 1 písm. g)	Úplná
Deriváty podle odst. 6 (komoditní s fyzickým dodáním)	Příloha 1, oddíl C odst. 6	§ 3 odst. 1 písm. h)	Úplná
Deriváty podle odst. 7 (komoditní s fyzickým dodáním jiné než v odst. 6)	Příloha 1, oddíl C odst. 7	§ 3 odst. 1 písm. i)	Úplná
Derivátové nástroje k převodu úvěrového rizika	Příloha 1, oddíl C odst. 8	§ 3 odst. 1 písm. e)	Doslovná
Finanční rozdílové smlouvy	Příloha 1, oddíl C odst. 9	§ 3 odst. 1 písm. f)	Doslovná

Finanční/investiční nástroj (podle MiFID)	Směrnice MiFID	ZPKT	Stupeň harmonizace
Deriváty podle odst. 10 (ostatní)	Příloha 1, oddíl C odst. 10	§ 3 odst. 1 písm. i) a j)	Úplná

Zdroj: Zákon o podnikání na kapitálovém trhu, směrnice MiFID, vlastní porovnání

1.3 Úprava derivátů podle zákona o komoditních burzách

Dalším právním předpisem, který alespoň částečně vymezuje deriváty, resp. rozvíjí právní úpravu derivátů a derivátových obchodů, je zákon č. 229/1992 Sb. o komoditních burzách, ve znění pozdějších předpisů (dále "zákon o komoditních burzách" nebo "ZKB"). Zákon o komoditních burzách definuje jen komoditní deriváty (§ 1 odst. 1), když stanoví, že "komoditní burzou je právnická osoba zřízená podle tohoto zákona (podle ZKB – pozn. aut.) k organizování burzovních obchodů se zbožím (dále jen "komodity"), deriváty vztahujícími se ke komoditám, které jsou předmětem obchodování na komoditní burze (dále jen "komoditní deriváty"), pokud nejsou investičním nástrojem podle zvláštního právního předpisu, nebo se zemědělským skladním listem podle zvláštního právního předpisu.

Toto vymezení obchodů na komoditních burzách implikuje důležitou otázku, s jakými komoditními deriváty se může na komoditních burzách obchodovat vzhledem k velice extenzivní definici derivátů jako investičních nástrojů podle ZPKT. S ohledem na dikci § 3 odst. 1 písm. h) a i) ZPKT jsou investičními nástroji prakticky všechny komoditní deriváty za předpokladu, že jsou obchodované na regulovaném trhu se sídlem v členském státě Evropské unie. Jedinou logickou implikací proto může být, že na komoditních burzách se mohou obchodovat fakticky stejné nástroje, jako jsou některé investiční nástroje podle ZPKT, jen nesmí být současně obchodované i na regulovaných trzích podle § 55 ZPKT. Takováto roztržštěná úprava není vhodná, obzvláště ve světle nového § 5 odst. 6 zákona o komoditních burzách, podle kterého komoditní "burza může za podmínek stanovených zvláštním právním předpisem organizovat regulovaný trh a provozovat mnohostranný obchodní systém podle zvláštního právního předpisu (ZPKT – pozn. aut.) s komoditními deriváty, které jsou investičním nástrojem podle zvláštního právního předpisu."

Z kombinace ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu a zákona o komoditních burzách tedy vyplývá, že komoditní burzy mohou jen na základě povolení podle zákona o komoditních burzách obchodovat s těmi komoditními deriváty, které

nejsou investičními nástroji, přičemž tato množina zahrnuje jen komoditní deriváty s fyzickým vypořádáním, u kterých si ani jedna strana nemůže zvolit, že bude požadovat vypořádání peněžní; navíc, tento derivát musí být obchodovaný jen na komoditní burze a nikoli na regulovaném trhu podle ZPKT. Úplně stejný komoditní derivát může být obchodovaný i na regulovaném trhu podle ZPKT, ale v důsledku svého obchodování na regulovaném trhu se již stane investičním nástrojem, který již zpětně nemůže být obchodován na komoditní burze. V případě, že by si komoditní burza požádala o povolení k organizování regulovaného trhu podle ZPKT, mohla by si vybrat, zda bude trh s komoditními deriváty s fyzickým vypořádáním organizovat podle pravidel pro komoditní burzy nebo pro regulovaný trh, zároveň by však mohla organizovat i regulovaný trh pro komoditní deriváty s peněžním vypořádáním.

Deriváty jsou dále upraveny a definovány také v účetních předpisech, resp. účetních standardech, a to jak českých účetních předpisech a standardech, tak i v mezinárodně používaných Mezinárodních účetních standardech IAS/IFRS a amerických účetních standardech US GAAP. Jelikož jejich vymezení je spíše ekonomické a má především dopady na účtování ohledně derivátů a na oceňování derivátů, bude tato problematika probrána v dalších částech práce.

1.4 Systematizace derivátů

1.4.1 Historický exkurz

První vymezení derivátů v České republice, resp. Československu bylo provedeno zákonem č. 591/1992 Sb., i když původ derivátů a derivátových obchodů je mnohem starší a již v průběhu 19. století se ve Spojených státech amerických objevují soudní rozhodnutí týkající se moderních derivátových obchodů zaměřených na tzv. finanční vypořádání.⁷ V minulosti, pokud se chtěl např. farmář v čase setí zajistit proti poklesu cen obilí v čase sklizně, mohl uzavřít termínový kontrakt, ve kterém si s protistranou dohodl dodání své sklizně za předem dohodnutou cenu (pevné termínové kontrakty); popřípadě mohl uzavřít obchod, při kterém by se mohl v budoucnu rozhodnout, zda svoji úrodu prodá za předem stanovenou cenu, nebo ji prodá za cenu

⁷ Např. rozhodnutí *State v. Stripling*, 113 Ala. 120, 123-24 (1989); *Cunningham v. National Bank*, 71 Ga. 400, 403-5 (1882); *Rumsey v. Berry*, 65 Me. 570, 574 (1876); *Cassard v. Hinmann*, 14 How. Pr. 84, 90-91 (N.Y. Sup. Ct. 1856); *Brua's Appeal*, 55 Pa. 284, 298-99 (1867).

běžnou na trhu v čase sklizně (podmíněný termínový kontrakt). V obou případech však bylo cílem obchodu prodat svoji úrodu za předem dohodnutých podmínek. Později se začínají objevovat i takové termínové obchody, ve kterých nejde o fyzické dodání zboží, ale jen o peněžní kompenzaci mezi předem stanovenou cenou a cenou platnou na trhu v době vypořádání (kontrakty s peněžním vypořádáním) – tzv. rozdílové smlouvy ("Difference Contracts").

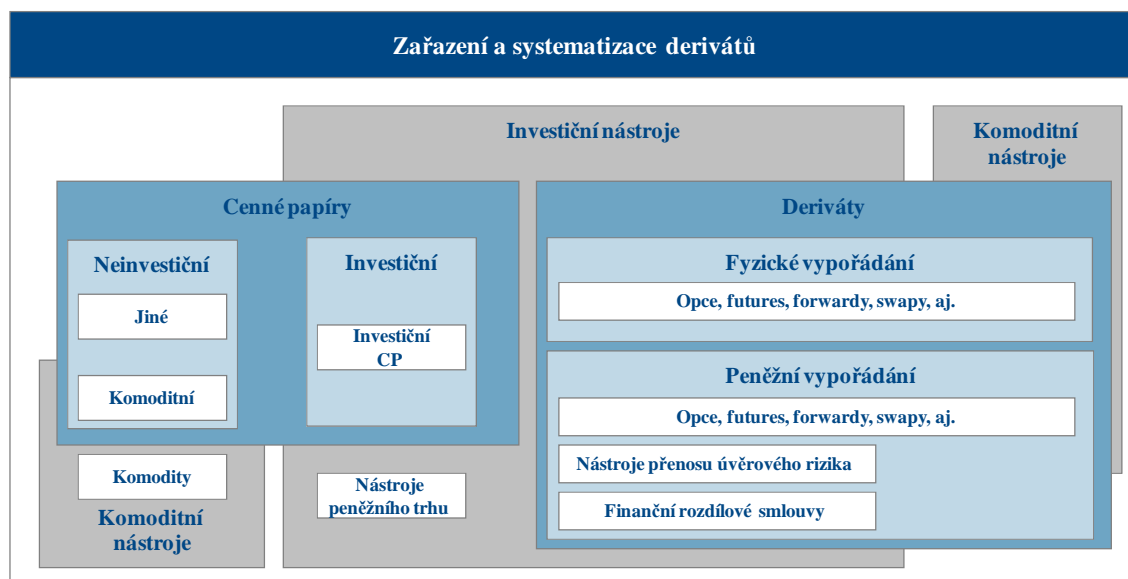
S nástroji s peněžním vypořádáním je následně spojena tzv. Common Law Rule against Difference Contracts (doktrína Common Law proti rozdílovým obchodům)⁸. Toto rozdělování na kontrakty s fyzickým vypořádáním a s peněžním vypořádáním (rozdílové smlouvy) je patrné i dnes a projevuje se i v účinné právní úpravě. Praktické dopady doktríny Common Law against Difference Contracts a dělení na deriváty s fyzickým a peněžním vypořádáním budou uvedeny v dalších kapitolách práce.

1.4.2 Zařazení derivátů do systému finančních nástrojů

Pokud by měly být deriváty z pohledu právní úpravy v rámci různých nástrojů systematizovány, je třeba využít širšího kontextu předcházejících kapitol a porovnat je s úpravou v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu, zákoně o cenných papírech a v zákoně o komoditních burzách. Jak vyplývá z předcházejících kapitol, deriváty by mohly být zařazeny a systematizovány následujícím způsobem:

⁸ Blíže viz např. uvedené judikáty nebo Stout, L. A.: Why the Law Hates Speculators? Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives. Duke Law Journal, Vol. 48, No. 4, Febr. 1999, pp. 701-786.

Obr. 1: Schéma zařazení a systematizace derivátů a dalších nástrojů



Zdroj: Vlastní schéma

Jak bylo zmíněno v úvodu práce, tématem této rigorózní práce jsou finanční deriváty v širším pojetí a přívlastek "finanční" je odlišuje od jiných derivátů, např. chemických. Platné české právo pojem "finančních derivátů" až na výjimky⁹ nezná a nedefinuje je, i když v ekonomické praxi se jimi často rozumí deriváty s peněžním vypořádáním, popřípadě deriváty s jiným podkladovým aktivem¹⁰ než komoditami, jejichž zařazení je uvedené na obrázku výše. Toto dělení podporuje i Jílek 2002,¹¹ který přímo jako název knihy uvádí dichotomii "Finanční a komoditní deriváty". V této práci se používá takové dělení a terminologie, která vychází ze zákonné úpravy, přičemž deriváty podle jednotlivých ustanovení se liší svými atributy, jako je podkladové aktivum (komodity vs. jiná aktiva) a způsob vypořádání (peněžní vypořádání rozdílu mezi termínovou a spotovou cenou/kurzem vs. fyzické dodání podkladového aktiva):

⁹ Pro výjimky týkající se zákona o kolektivním investování a devizového zákona viz další odstavce.

¹⁰ V této práci se na více místech dochází k závěru, že termín "podkladové aktivum" není správným výrazem pro skutečnost, kterou má označovat, tj. tzv. "underlying". Pro termín underlying je vhodnějším překladem výraz podkladová proměnná, jelikož underlying není aktivem samotným, ale pouze jeho cenou, resp. jiným hodnotovým měřítkem k tomuto aktivu vztaženým. Tuto terminologii využívá i Jílek 2002 (Jílek, J.: Finanční a komoditní deriváty. 1. vydání. Praha: Grada, 2002). Pro účely této práce však bude provedeno zjednodušení s ohledem na právní a finanční praxi a pro "underlying" se bude využívat zjednodušujícího zaužívaného termínu podkladové aktivum. V případě, že bude třeba odlišit underlying (cenu aktiva nebo jiné skutečnosti) od aktiva (nebo jiné skutečnosti) samotného, bude na rozdíl v textu výslovně upozorněno.

¹¹ Jílek, J.: Finanční a komoditní deriváty. 1. vydání. Praha: Grada, 2002.

Tab. 2: Atributy investičních nástrojů podle ZPKT

Investiční nástroj podle ZPKT	Nástroj	Podkladové aktivum	Vypořádání
§ 3 odst. 1 písm. a)	Inv. CP	-	-
§ 3 odst. 1 písm. b)	Inv. CP	-	-
§ 3 odst. 1 písm. c)	Jiný inv. instr.	-	-
§ 3 odst. 1 písm. d)	Derivát	Jiné aktivum	Peněžní / fyzické
§ 3 odst. 1 písm. e)	Derivát	Jiné aktivum	Peněžní / fyzické
§ 3 odst. 1 písm. f)	Derivát	Jiné aktivum	Peněžní
§ 3 odst. 1 písm. g)	Derivát	Komodita	Peněžní (fyzické)
§ 3 odst. 1 písm. h)	Derivát	Komodita	Fyzické
§ 3 odst. 1 písm. i)	Derivát	Komodita	Fyzické
§ 3 odst. 1 písm. j)	Derivát	Jiné aktivum	Peněžní (fyzické)
§ 3 odst. 1 písm. k)	Derivát	Jiné aktivum	Peněžní / fyzické

Zdroj: Zákon o podnikání na kapitálovém trhu, vlastní tabulka

Jedinými dvěma výjimkami v českém právním řádu, které s termínem finančních derivátů operují, jsou zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon, ve znění pozdějších předpisů (dále "devizový zákon" nebo "zákon č. 219/1995 Sb.") a zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů (dále "zákon o kolektivním investování", "zákon č. 189/2004 Sb." nebo "ZKI").

Devizový zákon sice při vymezování pojmů v § 1 písm. d) definuje finanční deriváty jako penězi ocenitelná práva a závazky odvozené od peněžních prostředků v cizí měně, zlata a zahraničních cenných papírů dohromady tvořících devizové hodnoty, samotné finanční deriváty se již na dalších místech zákona neobjevují (do 31. 7. 2000 se termín používal ještě v § 12 – Operace s finančními deriváty). Praktické využití tohoto pojmu v devizovém zákoně však není s ohledem na cíl práce využitelné, resp. neodráží realitu, jelikož za podkladové nástroje pro finanční deriváty uznává jen zahraniční aktiva, resp. aktiva v zahraničních měnách, a zlato.

Zákon o kolektivním investování a jeho prováděcí předpisy sice s termínem finančních derivátů také operuje, ale nedefinuje jej, přičemž definice není ani v prováděcích právních předpisech. Bližší rozbor problematiky chybějící definice finančních derivátů je uveden v kapitole o kolektivním investování, konkrétně v kap. 6.4.2; jak se v této kapitole uvádí, je chybějící definice vážným legislativním nedostatkem, který by měl být zákonodárcem napraven.

1.5 Aplikace vymezení derivátů na příkladu organizování trhu s elektrickou energií

Předcházející kapitoly rozebírající legislativní vymezení derivátů nejsou jen čistě teoretickou záležitostí, ale mají také velice praktické důsledky pro obchodování s deriváty a jinými finančními a komoditními nástroji, což by se dalo demonstrovat na praktickém problému při obchodování s elektřinou. Na jaře roku 2008 vznikla Energetická burza Praha, a.s., přejmenovaná na POWER EXCHANGE CENTRAL EUROPE, a.s. (dále "Power Exchange Central Europe" nebo "PXE") jako komoditní burza podle zákona o komoditních burzách, na které se obchodují futures na elektřinu s fyzickým vypořádáním, které jsou deriváty podle § 3 odst. 1 písm. h) zákona o podnikání na kapitálovém trhu, popřípadě komoditními deriváty podle zákona o komoditních burzách. Otázkou však je, jaké jiné možnosti přicházely v úvahu, pokud by měl nějaký subjekt zájem působit jako platforma pro obchodování s elektřinou, resp. s deriváty na elektřinu na výtěžné bázi.

Nejprve by bylo nutné odhlédnout od možnosti obchodování na komoditní burze podle zákona o komoditních burzách, jelikož podle § 1 odst. 3 zákona o komoditních burzách "případný zisk z činnosti burzy nemůže být za jejího trvání rozdělen mezi zakladatele ani jiné členy burzy a může být použit jen k zajištění dalšího rozvoje burzy; obchodní systém by tedy nemohl generovat rozdělitelný zisk komoditní a burza by tudíž mohla působit jen jako "nevýtěžný" subjekt. V případě obchodování s elektřinou jde však o poměrně zajímavou podnikatelskou činnost a taková forma obchodování, která by nezakazovala podílení se na zisku, by byla velice lukrativní.

Burza cenných papírů Praha, a.s. (dále "Burza cenných papírů Praha" nebo "PSE") měla podle své burzovní licence povolené organizování obchodů s investičními

nástrojů podle § 3 odst. 1 ZPKT ve znění účinném do 1. 7. 2008, mezi které patřily i deriváty podle § 3 odst. 1 písm. d). Deriváty byly v § 2 odst. 3 definovány jako:

- opce na investiční nástroje uvedené v odstavci 1 písm. a) až c) [písm. a)],
- finanční termínové smlouvy (zejména futures, forwardy a swapy) na investiční nástroje uvedené v odstavci 1 písm. a) až c) [písm. b)],
- rozdílové smlouvy a obdobné nástroje pro přenos úrokového nebo kurzového rizika [písm. c)],
- nástroje umožňující přenos úvěrového rizika [písm. d)],
- jiné nástroje, ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích a jejichž hodnota se odvozuje zejména z kurzu investičního cenného papíru, indexu, úrokové míry, kurzu měny nebo ceny komodity [písm. e)].

Co se týká nástrojů pod písm. a), nejsou pro obchodování s elektřinou použitelné, jelikož podkladovými aktivy mohou být jen investiční cenné papíry [odst. 1 písm. a)], cenné papíry kolektivního investování [odst. 1 písm. b)] nebo nástroje, se kterými se obvykle obchoduje na peněžním trhu (nástroje peněžního trhu) [odst. 1 písm. c)]. To samé platí i pro deriváty pod písm. b). Derivát pod písm. c) slouží jen pro přenos úrokového rizika (např. nástroj FRA – Forward Rate Agreement) nebo kurzového rizika (měnové futures, forwardy) a deriváty podle písm. d) jen pro přenos úvěrového rizika (např. CDS – Credit Default Swap).

Podle písm. e) však bylo možné, aby Burza cenných papírů Praha organizovala obchodování s deriváty (např. právě futures) na komodity, tj. i na elektřinu. Vypořádání však muselo proběhnout v penězích, což pro obchodování s elektřinou, kde je zapotřebí fyzické dodání, není vhodné. Pokud se však přihledne k faktu, že podle článku 70 – Provedení směrnice MiFID měly být právní a správní předpisy nezbytné pro dosažení souladu s touto směrnicí přijaty do 30. dubna 2006, mělo být možné s elektřinou obchodovat i na burze cenných papírů, nikoli jen na komoditní burze; jak je uvedeno v předcházejících kapitolách, MiFID definuje ve své Příloze 1 – Seznam činností, služeb a finančních nástrojů investiční nástroje a mimo jinými i stanoví, že investičními nástroji jsou i deriváty s komoditami jako podkladovým aktivem vypořádávané fyzickým dodáním podkladového aktiva (oddíl C odst. 6). Pokud by česká legislativa byla harmonizovaná v požadovaném časovém horizontu, mohla Burza cenných papírů

Praha organizovat obchodování s futures na elektřinu vypořádanými fyzickým dodáním elektřiny ještě před založením Power Exchange Central Europe.

I v současné době je tak možné, aby Burza cenných papírů Praha organizovala obchodování s deriváty na elektřinu, a to jak s finančním, tak i fyzickým vypořádáním. Na druhou stranu, pokud je komoditní burza založena jako akciová společnost, nevztahují se na ni některá ustanovení zákona o komoditních burzách (§ 44a odst. 2), kterým je právě i § 1 odst. 3 zakazující komoditním burzám generovat zisk. Jelikož je Power Exchange Central Europe založena jako akciová společnost, je možné, aby byl generovaný zisk i za jejího trvání rozdělen mezi zakladatele nebo jiné členy burzy.

Možnost obchodování s komoditními deriváty na komoditních burzách podle komoditního zákona však s ohledem na velkou novelu ZPKT, která rovněž výrazně novelizuje i zákon o komoditních burzách, je poměrně nejasná a umožňuje dva výklady. V důsledku jednoho výkladu by komoditní burzy nemohly organizovat obchodování s komoditními deriváty jen podle zákona o komoditních burzách, ale musely by být i regulovaným trhem podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu, jelikož množina komoditních derivátů, se kterými by komoditní burza mohla organizovat trh, by byla nulová.

Druhým výkladem by se dalo dojít k tomu, že jeden derivátový nástroj by mohl být na komoditních burzách obchodován jak v režimu podle zákona o komoditních burzách, tak i podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu. První výklad se však jeví jako odporující smyslu zákona o komoditních burzách, jelikož by ustanovení ZKB o obchodování s komoditními deriváty jen podle ZKB byla prázdnými ustanoveními. Reálnější je spíše druhý výklad, kterému nahrává i současná situace, kdy sice Power Exchange Central Europe má povolení organizovat regulovaný trh s investičními nástroji podle ZPKT, mezi které spadají i zde obchodované futures na elektrickou energii s fyzickou dodávkou, ale zmíněné futures nemají některé náležitosti vyžadované zákonem o podnikání na kapitálovém trhu, např. označení ISIN.

První výklad však podporuje i důvodová zpráva k velké novele zákona o podnikání na kapitálovém trhu, kde zákonodárce vyjadřuje jeden z hlavních principů navrhovaného zákona, že "po novu budou režimu zákona o podnikání na kapitálovém trhu podléhat také organizátoři komoditních burz, pakliže na nich budou obchodovány komoditní deriváty." Jelikož jde o výslovný záměr zákonodárce vyjádření k důvodové zprávě k velké novele ZPKT, měla by se v souladu s tímto deklarováním principem

vykládat i úprava zákona o komoditních burzách a zákona o podnikání na kapitálovém trhu, která by znamenala zákaz organizování obchodů s komoditními deriváty na komoditních burzách jen na základě povolení podle ZKB a podřízení veškeré regulace organizování obchodování s komoditními deriváty zákonu o podnikání na kapitálovém trhu. Pokud však měl zákonodárce skutečně tento záměr, měl učinit úpravu zákona o komoditních burzách jinak, jelikož současná ustanovení umožňující komoditním burzám obchodování s komoditními deriváty, pokud nejsou investičními nástroji podle ZPKT, jsou prázdným povolením, resp. žádné komoditní deriváty, které nejsou investičními nástroji podle ZPKT neexistují.

Ve skutečnosti je ale situace o něco složitější a řešení již částečně nastínila kap. 1.3 Úprava derivátů podle zákona o komoditních burzách. S přihlédnutím k definici investičních nástrojů podle § 3 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu sice většina derivátů, a to i komoditních, pod investiční nástroje podle ZPKT (zároveň i podle směrnice MiFID) patří, ale pokud se nepoužije extrémní výklad těchto ustanovení, komoditní deriváty s fyzickým vypořádáním, u kterých si ani jedna ze smluvních stran nemůže zvolit peněžní vypořádání a pokud nejsou obchodovány na regulovaných trzích nebo pomocí MTF a přitom ale jsou určeny k obchodování (dále "základní komoditní deriváty")¹², pod investiční nástroji, jak je vymezuje ZPKT, nespádají. Podle tohoto "běžného" výkladu tak existuje množina komoditních derivátů, které nejsou investičními nástroji, a komoditní burzy tak mohou organizovat trh s nimi jen podle zákona o komoditních burzách.

Komoditní burzy tak sice za předpokladu získaného povolení podle ZKB mohou organizovat obchodování s komoditními deriváty, ale jen pokud jsou vypořádány fyzickou dodávkou (resp. ani jedna ze stran si nemůže zvolit peněžní vypořádání); v opačném případě by byly komoditní deriváty automaticky investičními nástroji podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu a komoditní burza by nemohla organizovat jejich obchodování jen s povolením podle ZKB. Tyto deriváty, se kterými by komoditní burza organizovala obchodování, by navíc nesměly být obchodovány na regulovaném trhu podle ZPKT, jelikož by opět šlo o investiční nástroje, s nimiž nemohou komoditní burzy jen s povolením podle ZKB obchodování organizovat.

¹² Podmínky zde uvedené, za kterých komoditní deriváty pod investiční nástroje nespádají, jsou zjednodušením ustanovení v § 3 odst. 1 ZPKT; detailní podmínky je nutno s tímto ustanovením korigovat.

Co se týče Power Exchange Central Europe, tak sice má povolení k organizování regulovaného trhu podle ZPKT, ale zároveň dle výkladu ZKB a ZPKT může organizovat obchodování s komoditními deriváty s fyzickým vypořádáním i podle "mírnějších" požadavků zákona o komoditních burzách; z tohoto důvodu nemusí mít futures na elektrickou energii v současné době na PXE obchodované přidělené mezinárodní identifikační číslo ISIN. Výklad konformní se zákonnou úpravou se tak spíše přiklání k druhému z nastíněných dvou extrémních výkladů ZPKT a ZKB; taktéž přání zákonodárce vyjádřené v důvodové zprávě k velké novele ZPKT je potřeba korigovat a vykládat tak, že "po novu budou režimu zákona o podnikání na kapitálovém trhu podléhat také organizátoři komoditních burz, pakliže na nich budou obchodovány *některé* komoditní deriváty." Komoditní burza si samozřejmě může i vybrat, že bude trh organizovat podle ZPKT, a to i jen s uvedenými základními komoditními deriváty.

I když není současná právní úprava organizování obchodování s komoditními deriváty na komoditních burzách jednoznačná, s ohledem na požadavek harmonizace české úpravy kapitálových trhů pravděpodobně nešlo úpravu provést lépe. Dle směrnice MiFID musí organizace obchodování s vyjmenovanými investičními deriváty podléhat regulaci finančních trhů, tj. nebylo možné ponechat obchodování se všemi komoditními deriváty na komoditních burzách jen úpravě zákonem o komoditních burzách, zároveň by však nebylo vhodné, aby v případě zájmu o organizování obchodování s komoditními deriváty s fyzickým vypořádáním (resp. s jakýmkoli deriváty) musely komoditní burzy spadat pod úpravu zákona o podnikání na kapitálovém trhu, jelikož by pro ně toto automatické podřazení pod ZPKT znamenalo nutnost splnění přísnějších požadavků na organizování trhu s komoditními deriváty. Současná úprava tak komoditním burzám jednak nebrání organizovat trh se základními komoditními deriváty jen podle ZKB, zároveň jim však umožňuje i organizovat obchodování se složitějšími¹³ deriváty, pokud splní požadavky ZPKT.

Pro odstranění duplicity úpravy a vznikajících nejasností by mělo být do zákona o komoditních burzách doplněno ustanovení, že pokud komoditní burza obdrží povolení k organizování regulovaného trhu podle ZPKT, veškeré obchodované

¹³ Zde "složitější" komoditní deriváty jako protiklad k "základním" komoditním derivátům vymezeným výše.

instrumenty, které mohou být investičními nástroji, se obchodují v režimu investičních instrumentů podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

Rozebrané dělení na komoditní deriváty obchodovatelné jen podle ZKB a další deriváty obchodované podle ZPKT by mohlo podpořit úvahy týkající se terminologie finančních derivátů uvedené v úvodních kapitolách, že deriváty, spadající pod ustanovení ZPKT, které jsou zároveň investičními nástroji, jsou finančními deriváty a deriváty obchodované podle ZKB, jsou komoditními deriváty jako opozitum k finančním derivátům. Tato nastíněná dichotomie však není platná, jelikož i komoditní deriváty obchodované podle ZKB mohou být stejně dobře obchodované i podle ZPKT, a tudíž by se množina komoditních a finančních derivátů překrývala.

2 Účetní souvislosti derivátů a derivátových obchodů

Pro správné zachycení derivátových obchodů do účetnictví je třeba existence všeobecně závazných právních předpisů, které by stanovily technické náležitosti oceňování derivátů, resp. derivátových obchodů a závazků a pohledávek z nich vzniklých. Tato pravidla jsou jednak předmětem domácí právní úpravy, ale také mezinárodních účetních standardů (ať již Mezinárodních účetních standardů IAS/IFRS nebo amerických standardů US GAAP), které jsou některé domácí podnikatelské jednotky povinné dodržovat, jelikož všechny akciové společnosti kótované na regulovaných trzích v rámci Evropské unie musí účtovat podle IAS/IFRS a pokud chtějí kótovat své cenné papíry na burzách ve Spojených státech amerických, musí účtovat i podle US GAAP.

Účetní předpisy a standardy však neslouží jen ke správnému zachycení derivátů a derivátových obchodů v účetních výkazech, ale mohou poskytovat i cenné podněty k legislativní úpravě a legislativnímu vymezení a definici derivátů. Dokonce by se dalo shrnout, že pokud by legislativní úprava převzala některé prvky definice derivátů, byla by jejich zákonná úprava jednoznačnější a lépe by reflektovala moderní trendy v této dynamicky se rozvíjející oblasti kapitálového trhu. Ke správné právní regulaci derivátů je také nezbytné chápat nejen všechny právní, ale také ekonomické souvislosti a důsledky s deriváty spojené. Z tohoto důvodu je vhodné, aby v této práci byla zmíněna i účetní úprava derivátů a derivátových obchodů.

2.1 Česká účetní úprava derivátů

Detailní účetní pravidla týkající se derivátů jsou v českém právním řádu předmětem legislativní úpravy v podobě zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů (dále "zákon o účetnictví" nebo "zákon č. 563/1991 Sb."), ale také prováděcí úpravy ve formě vyhlášky Ministerstva financí č. 500/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou podnikateli účtujícími v soustavě podvojného účetnictví, ve znění pozdějších předpisů (dále "vyhláška o účetnictví podnikatelů" nebo "vyhláška č. 500/2002 Sb."), vyhlášky Ministerstva financí č. 501/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou bankami a jinými finančními institucemi, ve

znění pozdějších předpisů (dále "vyhláška o účetnictví bank a jiných finančních institucí" nebo "vyhláška č. 501/2002 Sb."), opatření Ministerstva financí č. 63/2001 Sb., kterým se stanoví účtová osnova a postupy účtování pro podnikatele, č.j. 281/89 759/2001 (dále "účtová osnova a postupy účtování pro podnikatele"), opatření Ministerstva financí č. 64/2001 F.z., kterým se stanoví účtová osnova a postupy účtování pro banky a některé finanční instituce, č.j. 282/73 390/2001 (dále "účtová osnova a postupy účtování pro banky a některé finanční instituce ") a Českých účetních standardů pro účetní jednotky, které účtují podle vyhlášky č. 500/2002 Sb., ve znění pozdějších předpisů (dále „České účetní standardy pro podnikatele“), a to standard č. 009 – Deriváty, a Českých účetních standardů pro účetní jednotky, které účtují podle vyhlášky č. 501/2002 Sb., ve znění pozdějších předpisů (dále „České účetní standardy pro finanční instituce“), a to především standard č. 110 – Deriváty.

Následující kapitoly by měly stručně shrnout základní účetní postupy týkající se derivátů a derivátových obchodů, na které budou navazovat další části této práce. Jak již bylo uvedeno výše, i účetní úprava derivátů může být pro zákonnou úpravu derivátů velice inspirativní a měla by nastínit i praktické problémy, které by měly být řešeny na úrovni legislativy, a to nejen zákonem o účetnictví, ale především zákonem o podnikání na kapitálovém trhu a popř. i zákonem o kolektivním investování.

2.1.1 Zákon o účetnictví

Zákon o účetnictví stanoví hlavní pravidla pro účtování derivátů, která jsou dále rozvíjena dalšími výše uvedenými účetními předpisy. Ohledně derivátů zákon o účetnictví v § 4 odst. 12 stanoví, že pokud jsou deriváty vyjádřeny v cizí měně, jsou účetní jednotky povinny použít kromě povinného vyjádření v české měně současně i cizí měnu; tato povinnost platí i u opravných položek, rezerv a technických rezerv, pokud majetek a závazky, kterých se týkají, jsou vyjádřeny v cizí měně. Toto ustanovení vztahující se i na další aktiva a pasiva vyjádřená v cizí měně má zpřehlednit účetní výkazy, resp. zajistit jejich dostatečnou vypovídající hodnotu. Pokud by hodnota derivátů byla vyjádřena jen v jednotkách domácí měny, mohla by být skutečná hodnota ovlivněna momentálním konverzním kurzem koruny vůči dané zahraniční měně a uvedená hodnota by nemusela vypovídat o faktickém dopadu derivátu na hospodaření společnosti.

Dalším důležitým ustanovením je § 21 – Výroční zpráva, konkrétně odst. 3, který stanoví povinnost uvádět ve výroční zprávě také informace o cílech a metodách řízení rizik společnosti, včetně její politiky pro zajištění všech hlavních typů plánovaných transakcí, u kterých se použijí zajišťovací deriváty, a cenových, úvěrových a likvidních rizicích a rizicích souvisejících s tokem hotovosti, kterým je účetní jednotka vystavena, má-li to význam pro posouzení majetku a jiných aktiv, závazků a jiných pasiv, finanční situace a výsledku hospodaření společnosti a společnost takové nástroje využívá. Tato povinnost má za cíl opět poskytnout uživatelům účetních výkazů přehled o využívaných derivátových obchodech, které na jednu stranu mohou sloužit jako prostředky zajištění proti riziku, na druhou stranu, pokud jsou pro řízení špatně využívány, mohou znamenat i vysoké riziko. Potřeba informování o derivátových obchodech se ještě zvyšuje v případě, že derivátové obchody nejsou využívány pro zajištění (hedging), ale pro spekulativní obchody. Uvedené požadavky na informování ohledně derivátů však nejsou dostatečné, jak ukazuje příklad Československé obchodní banky, a.s. (dále "Československá obchodní banka" nebo ČSOB") uvedený v dalších kapitolách práce.

Dále §§ 25 a 27 uvádějí hlavní oceňovací metody pro oceňování derivátů. Při oceňování k okamžiku uskutečnění derivátového obchodu se použije ocenění pořizovací cenou, stejně jako u podílů a cenných papírů, a ke konci rozvahového dne nebo k jinému okamžiku, k němuž se účetní závěrka sestavuje, se deriváty ocení reálnou hodnotou stejně jako část majetku a závazků deriváty zajištěná. Vzhledem ke komplikovanosti některých derivátů se nedá považovat ustanovení § 25 za dostačující a je třeba ho dále rozvést v prováděcí právní úpravě. Vykazování derivátů a majetku zajištěného derivátovými obchody reálnou hodnotou je naprosto zásadní, jelikož oceňování pořizovací hodnotou by vzhledem k vysoké volatilitě cen derivátů mohlo být nepřesné, značně zkreslující a zavádějící, přičemž by si investor nemohl vytvořit dostatečně věrohodný obraz o hospodaření společnosti využívající derivátových obchodů. Tento případný nesoulad by byl prohlouben skutečností, že některé derivátové obchody jsou spojeny s neomezenými ztrátami (např. prodané call opce – blíže viz kapitolu věnovanou jednotlivým derivátovým nástrojům) a jejich ohodnocení pořizovací cenou by bylo pro potenciální investory skutečně nebezpečné. Opět na příkladu ČSOB je vidět, že i oceňování derivátů reálnou hodnotou má svá úskalí.

2.1.2 Podzákoné právní předpisy

Vyhláška o účetnictví stanoví závazný způsob zachycení derivátů v rozvaze jen velice okrajově (Příloha č. 1 – Uspořádání a označování položek rozvahy/bilance) a vypořádání derivátů ve výkazu zisku a ztráty (Přílohy č. 2 – Uspořádání a označování položek výkazu zisku a ztráty – druhové členění a Přílohy č. 3 – Uspořádání a označování položek výkazu zisku a ztráty – účelové členění) a pro detailnější směrnice k účtování derivátů je třeba vycházet z vyhlášky o účetnictví bank a jiných finančních institucí, resp. z vyhlášky o účetnictví podnikatelů. V rozvaze se mohou u podnikatelských jednotek deriváty projevit na straně aktiv i pasiv, a to jako aktivní položky jiný dlouhodobý finanční majetek (B.III.5) nebo pořizovaný dlouhodobý finanční majetek (B.III.6) podle povahy derivátů a to v případě dlouhodobých derivátových obchodů, nebo jako pořizovaný krátkodobý finanční majetek (C.IV.4) v případě krátkodobých derivátových obchodů. Pro zachycení na stranu pasiv neposkytuje vyhláška č. 500/2002 Sb. dostatečné instrukce. Do výkazu zisku a ztráty se zisky/ztráty z derivátových obchodů účtují přes položky výnosů z přecenění cenných papírů a derivátů (IX), nákladů z přecenění cenných papírů a derivátů (L), přes ostatní finanční výnosy (XI) a přes ostatní finanční náklady (O).

Vyhláška č. 500/2002 Sb. v §§ 52 a 53 rozlišuje deriváty a derivátové obchody na zajišťovací deriváty a na deriváty k obchodování (spekulativní deriváty). Aby mohl být derivát považován za zajišťovací nástroj, musí být na počátku zajištění zajišťovací vztah zdokumentován, zajištění musí být efektivní a efektivita musí být spolehlivě měřitelná a průběžně posuzovaná (k rozdělení derivátových obchodů na zajišťovací a spekulativní viz kap. 4.4).

Všeobecně však způsob zachycení derivátových obchodů v rozvaze a ve výkazu zisku a ztráty není dle vyhlášky č. 500/2002 Sb. jasný a sama vyhláška č. 500/2002 Sb. odkazuje na konkrétní zachycení derivátů a derivátových obchodů na vyhlášku o účetnictví bank a jiných finančních institucí, a to v §§ 52 odst. 8 a 53 odst. 3, kde se uvádí, že není-li vyhláškou č. 500/2002 Sb. stanoveno jinak, použijí účetní jednotky přiměřeně ustanovení vyhlášky č. 501/2002 Sb.

Vyhláška 501/2002 Sb., o účetnictví bank a jiných finančních institucí, na rozdíl od obecné vyhlášky č. 500/2002 Sb. stanoví podrobné způsoby účtování o

derivátech a jejich zachycení v rozvaze a ve výkazu zisku a ztráty. Podle zmíněné vyhlášky se deriváty objeví na podrozvahovém účtu v účtové třídě 9 na účtu 95 – pohledávky a závazky z pevných termínových operací, kterými jsou např. futures, forwardy a swapy, resp. na účtu 31 – Pevné termínové operace účtové třídy 3. Závazky a pohledávky z nepevných operací, kterými jsou např. opce, se účtují v účtové třídě 9 na účtu 95 – pohledávky a závazky z opcí, resp. na účtu 39 – opce účtové třídy 3. V rozvaze, resp. podrozvaze se deriváty projeví jako položky 4. Pohledávky z pevných termínových operací, 5. Pohledávky z opcí, 12. Závazky z pevných termínových operací a 13. Závazky z opcí. Přeceňování zajišťovacích derivátů se zapisuje do vlastního kapitálu na položku 13. b) oceňovací rozdíly ze zajišťovacích derivátů. Vyhláška dále podrobně upravuje postupy pro oceňování různých derivátů.

Jak již bylo uvedeno, úprava zachycení derivátových obchodů v rozvaze a ve výkazu zisku a ztráty není v obecné vyhlášce č. 500/2002 Sb. dostatečně upravená, na což navazuje Český účetní standard pro podnikatele č. 009, který stanoví, že pokud nejsou postupy účtování derivátů upravené ve vyhlášce o účetnictví podnikatelů, použije se vyhláška o účetnictví bank a jiných finančních institucí (a s ní i České účetní standardy pro finanční instituce). Na jednu stranu tedy sice mají nefinanční podnikatelské jednotky návod pro účtování derivátů, ale v souvislosti s jejich rychlým rozvojem, by se mělo zvážit, zda by nebylo vhodnější stanovit i pro nefinanční jednotky přímo účetní postupy týkající se derivátů a ne je odkazovat na vyhlášku pro banky a jiné finanční instituce.

Účetní zachycení derivátů je širším tématem, jehož detailní rozbor není předmětem této práce; z české právní úpravy by však měly být zmíněno ještě opatření č. 63/2001 Sb., kterým se stanoví účtová osnova a postupy účtování pro podnikatele, čj. 281/89 759/2001. Účtová osnova a postupy účtování pro podnikatele stanoví v čl. XIX definici derivátů pro účely účtování podnikateli, kteří nejsou bankami nebo jinými finančními institucemi; derivátem se podle tohoto ustanovení rozumí nástroj, který splňuje tři základní podmínky:

- reálná hodnota nástroje se mění v závislosti na změně úrokové míry, kurzu cenného papíru, ceny komodity, měnového kurzu, cenového indexu, na úvěrovém hodnocení (ratingu) nebo úvěrovém indexu, resp. v závislosti na jiné proměnné (tzv. podkladová aktiva),

- ve srovnání s ostatními typy kontraktů, v nichž je zakotvena obdobná reakce na změny tržních podmínek, vyžaduje derivát malou nebo nevyžaduje žádnou počáteční investici,
- vypořádání nastane v budoucnosti, přičemž doba od sjednání obchodu do jeho vypořádání je u derivátu delší než u obvyklé (tzv. spotové) operace (tj. účetní případy nákupu a prodeje finančních aktiv s obvyklým termínem dodání).

Za deriváty se však pro účely účtové osnovy a postupu účtování pro podnikatele nepovažují zejména:

- repo obchody (tj. úvěry, půjčky se zajišťovacím převodem zejména cenných papírů, půjčky cenných papírů zajištěné převodem hotovosti, prodeje cenných papírů se současně sjednaným zpětným nákupem, nákupy cenných papírů se současně sjednaným zpětným prodejem),
- smlouvy o nákupu, prodeji, nájmu hmotného majetku a nehmotného majetku, zásob s výjimkou komodit, se kterými se může obchodovat na komoditních burzách (zemědělské produkty, nerostné suroviny, drahé kovy, energie), kdy dochází k finančnímu vypořádání. Opce, na jejímž základě má být pořízeno nebo prodáno nefinanční aktivum, se nepovažuje za derivát podle tohoto opatření, účtuje se však o ní na účtech 376 – Nakoupené opce a 377 – Prodané opce. Reálná hodnota se nezjišťuje. Při vypořádání opční prémie (tj. např. uplatnění, neuplatnění, propadnutí, postoupení) se účtuje podle odst. 7,
- smlouvy, které vyžadují úhradu v souvislosti s klimatickými, geologickými nebo jinými fyzikálními faktory, obvykle považované za pojistky.

Opatření stanoví i další důležité principy, které doplňují další předpisy v oblasti účetnictví a doplňují i stať ohledně účetního zachycení derivátů a obchodů s nimi uvedenou výše a na příkladu Českých aerolinií a.s. (dále "České aerolinie") uvedenou níže. Mezi hlavní principy patří:

- Deriváty se pro účely opatření člení na pevné termínové operace a opce. Opce se rozumí, že kupující opce (majitel) má právo u nákupní opce (call opce) koupit nebo finančně vypořádat, a u prodejní opce (put opce) právo prodat nebo finančně vypořádat stanovený podkladový nástroj (finanční

aktivum) za předem určenou cenu k určitému datu, nebo kdykoliv před splatností opce. Na druhé straně prodávající opce (výstavce) má u nákupní opce povinnost prodat nebo finančně vypořádat a u prodejní opce povinnost nakoupit nebo finančně vypořádat podkladový nástroj (finanční aktivum) za předem pevně určenou cenu. Ostatní deriváty se považují za pevné termínové operace.

- Deriváty se pro účely tohoto předpisu člení na deriváty k obchodování a deriváty zajišťovací. V případě, že určitý derivát nesplňuje požadavky stanovené pro účetnictví o zajišťovacích derivátech podle odst. 10, je vždy považován za derivát k obchodování.
- O derivátech je účtováno na podrozvahových, rozvahových a výsledkových účtech.
- Na podrozvahových účtech účtují účetní jednotky od okamžiku sjednání derivátu do jeho vypořádání ve jmenovité hodnotě podkladového nástroje.

Další definici derivátů uvádí i účtová osnova a postupy účtování pro banky a některé finanční instituce, která má v části postupu účtování stanovenou vlastní definici derivátů, která se příliš neliší od definice derivátů z účtové osnovy a postupů účtování pro podnikatele. V opatření se navíc stanoví, že derivát má dva nebo více podkladových nástrojů (pozic) a je požadováno či umožněno čisté vypořádání či je umožněna dodávka podkladového nástroje, při které se situace příjemce podstatně neliší od situace při čistém vypořádání. Definice je tudíž oproti účtovním postupům pro podnikatele doplněna o další podstatný znak. Účetní postupy pro banky a jiné finanční instituce rovněž navazují na zákon o podnikání na kapitálovém trhu, jelikož stanoví, které operace zejména patří k operacím s cennými papíry a deriváty prováděnými pro klienty (viz hlavní a doplňkové investiční činnosti podle ZPKT v kap. 5.2.2 a 5.2.3), přičemž dále určuje, jak bude účtováno ohledně závazků a pohledávek vůči klientům vzniklých z těchto obchodů:

- obstarání koupě nebo prodeje cenného papíru,
- obhospodařování cenných papírů,
- úschova cenných papírů,
- správa cenných papírů,

- uložení cenných papírů,
- obstarání emise cenného papíru.

Jak je vidět, ani toto opatření však není důsledné a mezi operace s cennými papíry a deriváty zařazuje jen vyjmenované operace s cennými papíry a deriváty opomíjí; extenzivním výkladem se však dá dovodit, že dané operace se týkají i derivátů, nikoli jen cenných papírů. Tento nešvar české právní úpravy je poměrně častý a v budoucnosti by měl být odstraňován, aby deriváty nebyly oproti cenným papírům znevažovány a aby byla úprava derivátů jasná a nezpochybnitelná.

Závěrem této kapitoly rozebírající českou právní úpravu zachycení derivátů v účetních výkazech (v rozvaze) a obchodů spojených s deriváty (ve výkazu zisku a ztráty, resp. přecenění zachycené v rozvaze) bych se dalo vyvodit, že česká právní úprava je velice roztržštěná, definice derivátů je odlišná v různých právních předpisech různé právní síly a závaznosti, což zajisté nepřispívá k právní jistotě v oblasti obchodování s deriváty a při poskytování investičních služeb spojených s deriváty. Navíc, některé právní předpisy nejsou veřejně dostupné – např. opatření č. 64/2001 F.z. Časté opomínání derivátů v právní úpravě také nepřispívá k její přehlednosti a jednoduchosti. Česká právní úprava v podobě účtové osnovy a potupu účtování pro podnikatele a pro banky a některé finanční instituce vychází z mezinárodních účetních standardů IAS 39 (IAS/IFRS) a FAS 133 (US GAAP)¹⁴, které budou předmětem rozboru dalších kapitol.

2.1.3 Deriváty v účetnictví Českých aerolinií

Společností hojně využívající zajišťovací deriváty jsou České aerolinie. Ty ve své Výroční zprávě za rok 2008¹⁵ uvádějí následující principy účtování derivátů: "Deriváty, včetně měnových forwardů, měnových, komoditních a úrokových swapů, měnových a komoditních opcí a ostatních finančních derivátů, jsou nejprve zachyceny v rozvaze v reálné hodnotě – pořizovací ceně, včetně transakčních nákladů a následně přeceňovány na reálnou hodnotu. Reálné hodnoty jsou odvozeny z tržních cen, z

¹⁴ Jílek 2002, s. 37.

¹⁵ Výroční zpráva Českých aerolinií a.s.: <http://www.csanews.cz/cs/news/vyrocnizpravy/vz2008.pdf>, přistoupeno dne 20. prosince. 2009.

modelů diskontovaných peněžních toků nebo modelů pro oceňování opcí. Deriváty jsou vykazovány v aktivech nebo v závazcích, v položce derivátové finanční nástroje, je-li jejich reálná hodnota pro Skupinu pozitivní nebo negativní. Podle doby splatnosti jsou klasifikovány jako krátkodobé nebo dlouhodobé aktivum, respektive závazek. Ačkoliv Skupina uzavírá všechny deriváty za účelem ekonomického zajištění, je část krátkodobých kontraktů (do 1 měsíce) vykazována jako deriváty k obchodování a pro jejich účtování není pro administrativní náročnost využito zajišťovací účetnictví. Změny reálné hodnoty finančních derivátů k obchodování jsou součástí čistých ostatních finančních nákladů. Na ostatní deriváty jsou aplikovány postupy zajišťovacího účetnictví."

Derivátové nástroje dosahují v účetnictví Českých aerolinií dle jejich účetních výkazů za rok 2008 výšky 101 174 tis. USD z celkové bilanční sumy 1 153 445 tis. USD, což činí cca 9 % jejich bilanční sumy. Těchto 9 % bilanční sumy alokovaných do derivátů (ať již zachycených na aktivní nebo pasivní straně rozvahy) bez započtení mimobilančních derivátových položek je poměrně značná suma a může mít na hospodaření Českých aerolinií značné dopady, např. v zafixování ceny pohonných hmot v čase jejich vysokých cen, které pro společnost znamenají nutnost nákupu za tyto zafixované vysoké ceny i v případě náhlého a prudkého poklesu cen pohonných hmot, jak se to stalo mezi červencem 2008, kdy cena ropy Brent přesáhla hranici 140 USD/barel, a lednem 2009, kdy naopak cena ropy poklesla až pod hranici 40 USD/barel.¹⁶

Další konkrétní aplikace účetních postupů a na finanční instituci, resp. banku, a příklad investování do derivátů budou uvedeny v částech práce zaměřujících se na rizika spojená s finančními deriváty, a to na příkladu Československé obchodní banky.

2.2 Mezinárodní účetní úprava derivátů

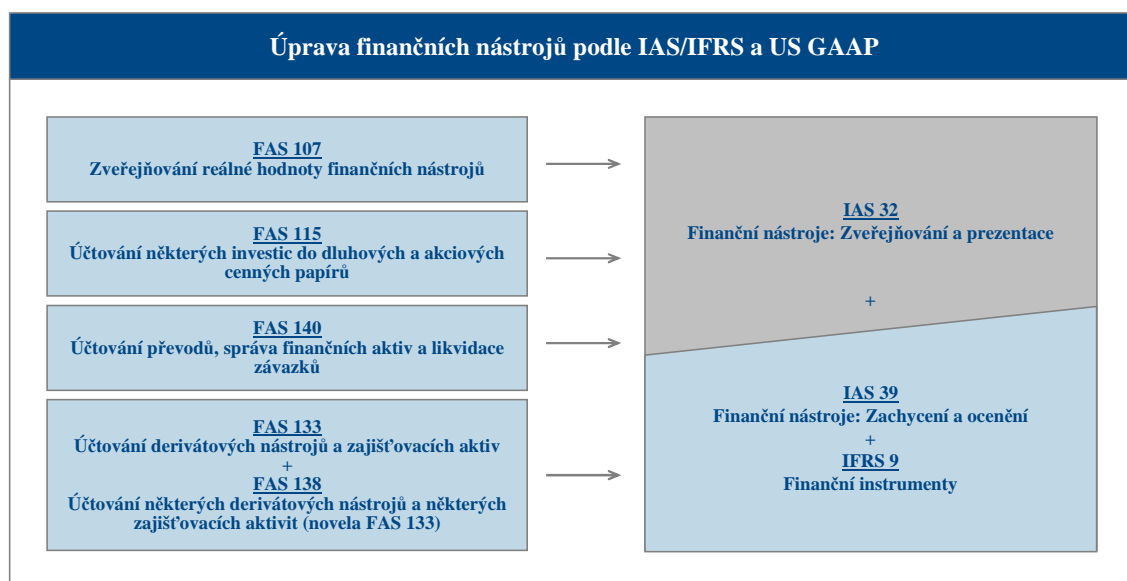
Tato část práce by se neměla detailně věnovat úpravě účetních postupů mezinárodních účetních standardů US GAAP a IAS/IFRS, ale spíše jejich přehledu, systematizaci a diferencii vůči českým účetním předpisům s ohledem na implikace pro české zákonodárství. Oba mezinárodní systémy účetních standardů také poskytují

¹⁶ Ropa Brent – Graf vývoje ceny komodity – od 30. 12. 2006:
http://www.kurzy.cz/komodity/nr_index.asp?A=5&idk=38&od=30.12.2006&curr=USD, přistoupeno dne 30. prosince 2009.

podnětné definice derivátů, které se do značné míry liší od definic v českých účetních standardech, i když standardy IAS/IFRS jsou české úpravě bližší, jelikož z nich české účetní předpisy částečně čerpají.

S ohledem na rozvinutost kapitálového trhu a podnikání všeobecně, je účetnictví a účetní předpisy nejvíce rozvinuté ve Spojených státech amerických, přičemž jejich národní účetní standardy US GAAP (US Generally Accepted Accounting Principles – Všeobecně přijímané účetní principy Spojených států amerických) vydávané FASB (Financial Accounting Standards Board, Výborem pro finanční účetní standardy) reagují na nové tržní podněty nejrychleji. Mezinárodní účetní standardy IAS/IFRS vydávané IASC (International Accounting Standards Committee – Komise pro mezinárodní účetní standardy) se zpožděním vůči US GAAP často přebírají jejich úpravu ve zjednodušené podobě; podobnost IAS/IFRS s US GAAP lze demonstrovat na následujícím schématu porovnávajícím jednotlivé standardy pro investiční nástroje:

Obr. 2: Schéma zařazení a systematizace derivátů a dalších nástrojů



Zdroj: Jílek, J.: Finanční a komoditní deriváty, 2002, www.iasplus.com

Kromě principů pro účtování ohledně derivátů a derivátových obchodů uvádějí oba systémy účetních standardů i vlastní definici derivátů. Pro porovnání s definicí derivátů podle českých účetních standardů a podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu je uvedena i definice z těchto mezinárodních standardů. Pro přesnost je však třeba zmínit, že v ZPKT není uvedena definice derivátů, ale zákon jen stanoví, které nástroje jsou investičními nástroji podle ZPKT; vymezení a definici derivátů tedy nechává spíše

na ekonomické praxi, popř. účetní předpisy. Pro správnou interpretaci ZPKT, podřazení některých finančních nástrojů pod deriváty a správné vymezení okruhu derivátů je tedy nutné vycházet právě z účetních předpisů, a to nejen českých, ale také mezinárodních, jelikož české předpisy na úrovni zákonů nemusí počítat se všemi možnými druhy derivátových nástrojů a předpokládat jejich existenci, resp. uvést dostatečně široké vymezení derivátů, které by pokrylo např. i moderní formy derivátových nástrojů.

2.2.1 Definice derivátových nástrojů podle US GAAP

Podle standardu US GAAP FAS 133, ve znění pozdějších standardů,¹⁷ "je derivátovým nástrojem finanční nástroj nebo jiná smlouva se všemi třemi následujícími vlastnostmi:

- má jedno nebo více podkladových aktiv, jednu nebo více nominálních (nebo jmenovitých) hodnot nebo platebních podmínek nebo obě. Tyto podmínky určují vypořádací hodnotu nebo hodnoty a také v některých případech zda je vyžadováno vypořádání;
- nevyžaduje žádnou počáteční investici nebo počáteční čistou investici, která je nižší, než by byla požadována pro jiné typy smluv, o kterých by se předpokládalo, že na ně budou mít pohyby tržních veličin stejný vliv;
- jejich podmínky vyžadují nebo umožňují čisté vypořádání, instrument může být čistě vypořádán prostředky mimo smlouvu nebo umožňuje dodání aktiva, které příjemci zajišťuje takové postavení, které není podstatně odlišné od čistého vypořádání."

Standard FAS 133 v dalších částech relevantních pro tuto práci rozepisuje jednotlivé položky definice derivátů a vymezuje derivátové nástroje vůči standardním nákupům a prodejům. Co se týká terminologie, standardy používají pro označení podkladového aktiva pojem "underlying" a dále vysvětlují, že se v celých standardech pod tímto pojmem rozumí jak jednotné číslo, tak i číslo množné. Dále v § 7 standardy uvádí, co se pod pojmem "underlying" – podkladové aktivum rozumí: "Podkladovým aktivem (underlying) je určená úroková míra, cena cenného papíru, cena komodity, kurz

¹⁷ FAS 133 – Účetnictví derivátových nástrojů a zajišťovacích činností, ve znění pozdějších standardů, vlastní překlad.

zahraniční měny, index cen nebo sazeb nebo jiná proměnná (včetně projevení se nebo neprojevení se určité události jako např. plánovaná platba podle smlouvy). Podkladovým aktivem může být cena nebo sazba aktiva nebo závazku, ale není to aktivum nebo závazek sám."

Z dikce ustanovení § 7 standardu FAS 133 tedy vyplývá, že termín používaný pro "underlying" v této práci, podkladové aktivum, není vhodný ze dvou důvodů – nemusí se jednat o aktivum a zároveň nejde o aktivum samotné, ale jen o jeho cenu. Lepším termínem, který používá i Jílek 2002, je proto např. podkladová proměnná. Nicméně z důvodu zažitého používání tohoto termínu a v rámci zjednodušení terminologie se bude i nadále v této práci používat termín "podkladové aktivum" pro označení "podkladové proměnné". Správnou terminologii sleduje i ustanovení § 3 odst. 1 písm. d) ZPKT, které hovoří o derivátech, ..."jejichž hodnota se vztahuje ke kurzu nebo hodnotě cenných papírů, ...". Nicméně již v následujících ustanoveních § 3 odst. 1 písm. g) až i) používá ZPKT obrat "deriváty, jejichž hodnota se vztahuje ke komoditám...", přičemž terminologicky správně by mělo být "...jejichž hodnota se vztahuje k cenám komodit..." Ve světle této terminologie je tak třeba i korigovat český překlad nařízení Komise (ES) č. 1287/2006, kde se underlying překládá jako cenný papír, jak bude uvedeno v kap. 6.2. K rozdílu mezi underlying a předmětem derivátové smlouvy viz kap. 4.2 – Právní vymezení jednotlivých druhů derivátů.

2.2.2 Definice derivátových nástrojů podle IAS/IFRS

Podle definice standardu IAS/IFRS IAS 39¹⁸ je derivát definován jako "finanční instrument nebo jiná smlouva v rámci tohoto standardu (viz paragrafy 2 až 7) se všemi třemi následujícími charakteristikami:

- jeho hodnota se mění v závislosti na změnách určité úrokové sazby, ceny finančního instrumentu, ceny komodity, kurzu cizí měny, indexu cen nebo sazeb, úvěrového ratingu, úvěrového indexu nebo jiné proměnné v případě nefinanční proměnné, přičemž proměnná se nesmí vázat ke smluvní straně (někdy též nazývané jako "underlying", podkladová proměnná/podkladové aktivum),

¹⁸ IAS 39 – Finanční nástroje – rozpoznání a ocenění, ve znění pozdějších standardů, vlastní překlad.

- nevyžaduje žádnou čistou počáteční investici nebo čistou počáteční investici, která je nižší než by byla investice vyžadovaná pro ostatní typy smluv, u kterých by se očekávalo, že na ně bude mít změna tržních faktorů podobný vliv a
- je vypořádán k datu v budoucnosti.

Jak je vidět, definice použitá v IAS 39 je velice podobná definici z FAS 32, jelikož jak uvádí i Jílek 2002, IAS/IFRS jsou často jen následovníkem standardů US GAAP, navíc často nepřebírají úpravu vcelku, ale jen ve zjednodušené podobě, je proto nezřídka nutné použít i amerických účetních standardů pro bližší interpretaci IAS/IFRS. Definice obsažené ve standardu IAS 39 budou s účinností od 1. ledna 2013 nahrazeny novým standardem IFRS 9. Tento standard přijatý 12. listopadu 2009 však není ještě v současné době veřejně dostupný, není tedy možné ho v této práci rozebrat. Standard IFRS 9 by měl postupně nahradit celý standard IAS 39, a to nejen v oblasti definic, ale v celé jeho šíři.¹⁹

¹⁹ Blíže viz např. Deloitte: Summaries of International Financial Reporting Standards – IFRS 9 Financial Instruments, <http://www.iasplus.com/standard/ifrs09.htm>, přistoupeno dne 30. prosince 2009.

3 Důsledky chybějící legislativní definice derivátů

3.1 Důsledky chybějící definice z pohledu regulace kapitálových trhů

Po rozebrání problematiky definice a vymezení derivátů v českých a mezinárodních účetních předpisech a standardech je na místě doplnit úvodní kapitolu věnovanou legislativnímu vymezení derivátů právě o poznatky z účetní oblasti. Nutno podotknout, že zákon o podnikání na kapitálovém trhu po své novelizaci velkou novelou ZPKT (zákon č. 230/2008) účinné od 1. července 2008 neobsahuje definici derivátů; do 1. července 2008 tak činil v § 3 odst. 3 a regulace ZPKT se tudíž vztahovala jen na deriváty, které spadaly do tohoto, poněkud úzkého, zákonného vymezení. ZPKT nejdříve vyjmenoval pod písm. a) až d) konkrétní derivátové nástroje a pod písm. e) se snažil zařadit zbývající derivátové nástroje tak, jak to činí české účetní standardy a také mezinárodní účetní standardy – FAS 32 a IAS 39 pomocí charakterizování náležitostí derivátů, které musí nástroje naplnit, aby byly derivátem. Nicméně vymezení § 3 odst. 3 písm. e) bylo v porovnání s vymezením FAS 32, IAS 39 i vymezením českých účetních předpisů příliš úzké a nemohlo postihnout všechny existující deriváty, natož pak ty derivátové nástroje, které stále vznikají v důsledku finančního inženýrství.

Lze se domnívat, že stávající účinná úprava, kdy zákon neříká, co je to derivát a že deriváty spadají pod regulované investiční nástroje, ale přístup opačný, který pomocí dostatečně širokého vymezení derivátových nástrojů zahrnuje všechny derivátové nástroje a jejich definici pak přenechává ekonomické a účetní praxi, je pro řádnou regulaci kapitálových trhů vhodnější než úprava předchozí. Jelikož současná dikce § 3 je dostatečně široká, nemůže se stát, že by některý subjekt pomocí finančního inženýrství sestrojil nástroj, který by nespadal pod regulaci ZPKT; přístup účinný od 1. července 2008 a zavedený směrnicí MiFID se proto dá považovat za lepší ochranu kapitálových trhů. Rovněž z terminologického pohledu je účinné znění ZPKT lepší než znění účinné do 30. června 2008, které uvádělo spojení "opce na...(např. cenné papíry)" nebo "finanční termínové smlouvy na...(např. cenné papíry)", což jak bylo uvedeno výše, není podle FAS 32 správný obrat, jelikož jde např. o "opce s cenou určitého cenného papíru jako podkladovou proměnnou," i když se samozřejmě v laické ekonomické praxi, běžné mluvě, ale i právní praxi obrat "opce na..., resp. finanční termínové smlouvy na..." dá akceptovat, stejně jako je používán i v této práci.

Jelikož český právní řád, resp. zákony, nikde nedefinují, co to deriváty jsou, je důležité si odpovědět na otázku, zda právní řád a z něj především zákon o podnikání na kapitálovém trhu s termínem derivátů neoperuje. Co se týká zákona o podnikání na kapitálovém trhu, zmiňuje se o derivátech jen v § 3 odst. 1 při vymezení investičních nástrojů. Ustanovení pod písm. d) stanoví, že investičním nástrojem jsou i "opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke kurzu nebo hodnotě cenných papírů, měnovým kurzům, úrokové míře nebo úrokovému výnosu, jakož i jiným *derivátům*, finančním indexům či finančním kvantitativně vyjádřeným ukazatelům, a ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích nebo právo na dodání majetkové hodnoty, k níž se jejich hodnota vztahuje." ZPKT v tomto ustanovení dává deriváty na stejnou úroveň jako např. finanční indexy, u kterých nevyžaduje ani nikde neuvádí legální definici a spoléhá na ekonomickou praxi, že dostatečně určí, co to finanční indexy jsou. Stejně tak v tomto případě činí i u derivátů, jejichž definici ponechává právě na ekonomické praxi a opět je třeba zdůraznit, že ponechává dostatečný prostor pro to, aby ustanovení bylo dostatečně široké a zahrnovalo i případné moderní formy derivátů.

Neexistence definice derivátu, i když s tímto pojmem ZPKT na jednom místě operuje, se nedá pro účely regulace kapitálových trhů zákonem o podnikání na kapitálových trzích považovat za nedostatek, ale jak již bylo uvedeno, spíše za přednost. Je nutné si také uvědomit, že pokud by se ZPKT snažil pro ustanovení § 3 odst. 1 písm. d) deriváty definovat, mohl by se dostat do definice kruhem, kdy by stanovil, že *deriváty* mohou mít za podkladová aktiva jiné *deriváty*. Pokud by zákonodárce chtěl v některém právním předpisu, ať již v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu, v zákoně o kolektivním investování nebo jiných zákonech, deriváty definovat, bylo by pravděpodobně vhodné vycházet z účetní definice derivátů, která je dostatečně flexibilní a dokáže postihnout všechny současné, ale i moderní derivátové nástroje. Toto funkční²⁰ vymezení derivátů, jak je obsahují české účetní předpisy a standardy, FAS 32 nebo IAS 39, resp. IFRS 9, je vhodnější než taxativní výčet nástrojů, které by mohly představovat skupinu derivátů. V případě taxativního výčtu by musela být použita dostatečně široké zbytkové vymezení, které by dokázalo zahrnout i moderní druhy derivátů; tomuto účelu

²⁰ Deriváty jsou definovány podle své funkce, nikoli podle formálních náležitostí.

by mohlo sloužit právě zmíněné funkční vymezení zbytkového okruhu derivátových nástrojů, které by doplnilo taxativně vypočtené konkrétní derivátové nástroje).

3.2 Důsledky chybějící definice z pohledu právního řádu jako celku

Kromě zákona o podnikání na kapitálovém trhu se s pojmem derivátů operuje i v mnohých jiných zákonech; některé předpisy (např. zrušený zákon č. 530/1990 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů – dále "zrušený zákon o dluhopisech") s deriváty operovaly a odkazovaly na jejich definici na § 8a zákona o cenných papírech (ve znění účinném do nabytí účinnosti zákona č. 257/2004, tj. do 30. dubna 2004), který deriváty definoval jako penězi ocenitelná práva a závazky, jejichž hodnota se vztahuje k cenným papírům nebo je odvozena z cenných papírů, komodit, měn, jiných majetkových hodnot, úrokových měr, kurzových indexů nebo jakýchkoliv jiných faktorů stanovených pro tento účel a ke smlouvám nebo ze smluv o nich; další předpisy implicitně odkazovaly na jiné zvláštní předpisy (především tedy na též zrušená ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu; i když ustanovení § 8a zákona o cenných papírech je již několik let zrušené, do 30. června 2008 se pro účely vymezení derivátů dala použít alespoň definice zákona o podnikání na kapitálovém trhu, kterou byla právě definice v zákoně o cenných papírech nahrazena.). Většina těchto odkazů však byla aktualizována, předpisy byly zrušeny nebo byly rozsáhle novelizovány.

Mnoho důležitých právních předpisů však pojem derivátů stále využívá – mezi nejvýznamnější předpisy, kde tento pojem není jasně definován, patří např. zákon o účetnictví, zákon o kolektivním investování, zákon č. 586/1992. Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „zákon o daních z příjmů“) a další; jde tedy o zásadní právní předpisy, jejichž nejednoznačnost může mít zásadní dopad na aplikační praxi a kde je právní jistota zásadním požadavkem.

Dalším předpisem, který donedávna s termínem derivátů operoval a odkazoval se na jejich definici na §8a zákona o cenných papírech, je zákon č. 141/1961 Sb. o trestním řízení soudním (trestní řád), ve znění pozdějších předpisů ("trestní řád"), v § 17 odst. 1 písm. b) vymezoval věcnou příslušnost krajských soudů mimo jiné na obchody, jejichž předmětem jsou deriváty. Toto znění bylo však účinné jen do 31. prosince 2009 a od 1. ledna 2010 již zákon používá nové vymezení věcné příslušnosti krajských soudů a odkazuje na obchody s investičními nástroji podle ZPKT. Dále využívá

derivátů např. zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů (dále "obchodní zákoník") v § 323a odst. 3 písm. d). Toto ustanovení je však marginální a nemá příliš na finanční trhy dopad, i když samozřejmě do budoucna by se o jeho novelizaci mohlo a mělo uvažovat.

V předchozích odstavcích byly zmíněny jen hlavní právní předpisy a především neúčetní předpisy operující s pojmem derivátů; účetní předpisy operují s pojmem derivátů často, mohou však využít definici účetní, jak bylo uvedeno výše. "Účetním" předpisem používajícím pojem derivátů je i zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů ("zákon o daních z příjmů"), který v § 23 při stanovení základu daně sice operuje s pojmem derivátů, ale lze se domnívat, že se v tomto případě dá využít i podzákoného účetního vymezení, resp. účetní definice derivátů, jelikož jde o vymezení derivátů pro potřeby daňového účetnictví.

I když by se dalo výkladem a aplikační praxí dojít k závěru, které konkrétní nástroje jsou deriváty, resp. zda je konkrétní nástroj derivátem, a to především na základě historického výkladu současných ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu ve smyslu uvedeném v kap. 1.1, na základě výkladu českých účetních předpisů, na základě mezinárodní komparace nebo na základě ekonomické praxe, bylo by v rámci právní jistoty účastníků kapitálového trhu a jiných subjektů vhodné, deriváty v českém právním řádu opět definovat. S ohledem na potíže při definici derivátů s využitím taxativního výčtu derivátových nástrojů se lze spíše klonit buď k takovému vymezení, které využívají účetní standardy (např. FAS 133), nebo k označení všech relevantních investičních nástrojů za deriváty, jak bylo uvedeno v předcházející části práce za předpokladu dostatečně širokých definic, anebo k taxativnímu výčtu konkrétních nástrojů se zbytkovou klauzulí založenou na účetní definici derivátů. Možné je i definici derivátů ponechat na ekonomické praxi stejně jako např. vymezení finančních indexů, což však v rámci zachování právní jistoty není příliš vhodné, stejně jako ponechání tohoto vymezení pouze na podzákoných právních předpisech, jako je nyní účtová osnova vydávaná Ministerstvem financí. Jinou možností by bylo novelizovat dotčené právní předpisy tak, aby nebylo nutné deriváty definovat – předpisy by tak mohly odkazovat na konkrétní ustanovení, resp. investiční nástroje zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

Dalším argumentem pro využití jiné definice derivátů než pojmenování určitého okruhu investičních nástrojů upravených v zákoně o podnikání na kapitálovém

trhu za deriváty je skutečnost, že investiční nástroje, jak je ZPKT definuje, nezahrnují především některé komoditní deriváty, jako např. komoditní deriváty s fyzickým vypořádáním neobchodované na regulovaném trhu se sídlem v členském státu Evropské unie, tj. buď obchodované na komoditní burze, mimo regulované trhy anebo obchodované na regulovaných trzích mimo Evropskou unii. S ohledem na rigiditu ustanovení směrnice MiFID není možné jednoduše okruh investičních nástrojů v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu rozšířit; přitom je však evidentní, že komoditní deriváty by měly být součástí derivátů. Tento nedostatek by se dal napravit tak, že by vybrané investiční nástroje byly prohlášeny za finanční deriváty, které by spolu s komoditními deriváty tvořily vyčerpávající skupinu derivátů. Pokud by se navíc využilo striktního oddělení komoditních derivátů podle ZKB a některých komoditních derivátů podle ZKPT, jak je navrženo v kap. 1.3 věnující se komoditním derivátům, byl by dokonce průnik množiny finančních derivátů podle ZKPT a komoditních derivátů podle ZKB (tj. komoditních derivátů s obligatorním fyzickým dodáním neobchodovaných na regulovaném trhu se sídlem v Evropské unii) nulový, i když by samozřejmě komoditní deriváty, které jsou zároveň investičními nástroji, byly prohlášeny za deriváty finanční. Zákodárce by si navíc mohl následně vybrat, zda chce v ostatních zákonech regulovat finanční deriváty, komoditní deriváty nebo deriváty celkově, tj. finanční a komoditní deriváty společně.

4 Derivátové nástroje a jejich využití

4.1 Historický přístup k derivátovým nástrojům

Jedním z nejdůležitějších systémů pro rozvoj obchodování s deriváty představuje systém common law, konkrétně pak právní systém Spojených států amerických; americké common law se k derivátům v minulosti stavělo poněkud odmítavě, resp. stavělo se odmítavě ke spekulacím obchodům, mezi které patřily především derivátové obchody bez fyzického dodání podkladového aktiva, tedy s peněžním vypořádáním. Obchody, kde není cílem fyzická dodávka, mohou být do značné míry spekulativní, na druhou stranu mohou sloužit k zajištění (hedgingu) stejně dobře jako nástroje s fyzickou dodávkou podkladového aktiva. V průběhu let se v common law vyvinula doktrína Common Law Rule Against Difference Contracts. Jak Stout 1999 uvádí ve svém článku, doktrína Common Law Rule Against Difference Contract se skládá se tří hlavních principů. Derivátové obchody, jejichž základem nebyla potřeba zajištění proti pohybu budoucích cen podkladových aktiv, byly přirovnávány ke *gamblingu*. Dále byly závazky z rozdílových smluv (Difference Contracts) *soudně nevynutitelné*, což mělo omezit obchodování pomocí rozdílových smluv; pokud by proto chtěl spekulant, aby jeho obchody byly vynutitelné, musel by obchodovat přes spotové obchody s vyššími transakčními náklady. Třetím principem bylo *morální odsouzení* rozdílových smluv veřejností. Tyto principy byly shrnuty v rozhodnutí *Irwin vs. Williar* z roku 1884:²¹ "Všeobecně přijímanou doktrínou v této zemi (USA – pozn. aut.) je, ... že smlouva o prodeji zboží s dodáním k budoucímu datu je platná, i pokud prodávající nemá dané zboží, ani neexistuje žádný jiný způsob, jak by zboží mohl dodat, než jít na trh a koupit je; ale taková smlouva je platná jen tehdy, pokud smluvní strany opravdu zamýšlí a souhlasí, aby bylo zboží prodávajícím dodáno a kupujícím zaplacená kupní cena, ale pokud je pod rouškou takového kontraktu skutečným záměrem pouze spekulovat na růst nebo pokles cen a zboží nemá být dodáno, ale jedna strana má druhé straně zaplatit rozdíl mezi smluvenou cenou a tržní (spotovou) cenou v době stanovené ve smlouvě, celá transakce nepředstavuje nic více než pouhou sázku a smlouva je neúčinná a neplatná (null and void)."

²¹ *Irwin vs. Williar*, 110 U.S. 499 (1884), vlastní překlad.

V doktríně Common Law Rule Against Difference Contracts jsou tedy derivátové obchody, resp. deriváty, s peněžním vypořádáním a nikoli fyzickou dodávkou podkladového aktiva, terminologicky nazývány rozdílovými smlouvami (Difference Contracts) a považované za společensky nežádoucí, jelikož nevytvářejí žádnou hodnotu a protože jde o tzv. zero sum game, hru s nulovým součtem, kdy zisk jedné strany se rovná ztrátě strany druhé, a jsou považovány za sázku (gambling nebo wagering). Proti rozdílovým obchodům však nevystupovalo jen common law, ale také domácí právo, které zákonem č. 69/1922 Sb. z. a n., o plodinové burse v Bratislavě a o zákazu termínových obchodů s obilím a mlýnskými výrobky na Slovensku a v Podkarpatské Rusi, ve znění pozdějších předpisů, zakázalo využívání termínových obchodů, které jsou dnešním právním systémem nazývány deriváty, resp. derivátovými obchody. Zákon podrobně stanovil, jaká jednání týkající se termínových obchodů jsou zakázána a dokonce stanovil i tresty za porušování těchto zákazů – peněžitý trest až do výše 60 tis. Kč a trest vězení pro přečin v délce od tří dnů do tří měsíců. Tento zákon byl zrušen až v roce 1992 zmiňovaným zákonem č. 229/1992 Sb. o komoditních burzách, který derivátové obchody povolil.

Ani v moderní době však není americký právní systém, který patří na finančních trzích k nejdůležitějším, derivátovým obchodům příliš nakloněn. Dle Commodity Exchange Act²² (zákon o komoditních burzách) mohla být většina termínových smluv obchodována jen po jejich odsouhlasení komisí Commodity Futures Trading Commission – Komise pro obchodování s komoditními termínovými smlouvami (dále "CFTS") a jen na regulovaných termínových burzách, přičemž podle Stoupa 1999 CFTS stanovila technická pravidla ztěžující spekulativní obchodování. Nicméně v poslední době došlo k částečné deregulaci derivátových obchodů, když CFTC schválila několik výjimek pro over-the-counter²³ (OTC) deriváty²⁴ a na konci roku 2000 americký Kongres přijal Commodity Futures Modernization Act – zákon modernizující komoditní termínované obchody (dále "CFMA") a vyňal některé nástroje, jako např. hybridní nástroje, swapové transakce a transakce týkající se některých komodit z

²² Commodity Exchange Act – ch. 545, 49 Stat. 1491, přijatý 15. června 1936.

²³ Over-the-counter instrumenty – instrumenty obchodované mimo regulované trhy.

²⁴ Hanzen, T. L.: Disparate Regulatory Schemes for Parallel Activities: Securities Regulation, Derivatives Regulation, Gambling, and Insurance. Annual Review of Banking and Financial Law, Vol. 24, 2005.

působnosti CFTC, jak uvádí Litvinova 2007.²⁵ 11. srpna 2009 zaslalo americké ministerstvo financí (Treasury Department) Kongresu návrh zákona s názvem Over-the-Counter Derivatives Markets Act of 2009 (zákon o neregulovaných (OTC) trzích derivátových nástrojů), který by poprvé v historii Spojených států amerických měl komplexně regulovat OTC derivátové trhy.

4.2 Právní vymezení jednotlivých druhů derivátů

Jednotlivé druhy derivátů nejsou v českém právním řádu upraveny, a pokud se zákon o podnikání na kapitálovém trhu nebo jiný zákon zmiňuje o jednotlivých derivátových nástrojích – např. opcích, futures, swapech nebo forwardech, bere zákon tyto pojmy jako všeobecně známé a používané termíny, jejichž obsah je vysvětlen praxí. Na jednu stranu tento postup ponechává velký prostor pro to, aby pod zákonnou regulaci spadaly různé finanční nástroje, na straně druhé se zákon většinou neznámé pojmy snaží podrobněji definovat (jako např. cenné papíry, dluhopisy, atd.). Česká právní úprava však alespoň rozeznává jednotlivé druhy nástrojů – zajišťovací deriváty a deriváty držené k obchodování. Toto členění využívá např. zákon č. 363/1999 Sb., zákon o pojišťovnictví a o změně některých souvisejících zákonů (zákon o pojišťovnictví), ve znění pozdějších předpisů (dále "zákon o pojišťovnictví), ale i vyhláška o účetnictví podnikatelů a vyhláška o účetnictví bank a jiných finančních institucí. Obě tyto vyhlášky požadují, aby byl zajišťovací vztah na počátku zajištění zdokumentován, aby bylo zajištění efektivní a aby byla efektivita zajištění spolehlivě měřitelná a průběžně posuzovaná. Vyhláška o účetnictví bank a jiných finančních institucí navíc vyžaduje, aby zajištění odpovídalo strategii účetní jednotky v řízení rizik. Deriváty, které nejsou označeny jako zajišťovací nebo nesplňují některé podmínky pro označení za zajišťovací deriváty jsou považovány za deriváty k obchodování. Jak je uvedeno v předcházejících pasážích práce, rozdělení na zajišťovací deriváty a deriváty k obchodování má následně dopad na zaúčtování derivátových obchodů a nástrojů v účetnictví. Ze své podstaty mohou být prakticky všechny deriváty drženy buď k obchodování, nebo použity k zajištění. V tomto směru tedy z právního hlediska není mezi jednotlivými nástroji rozdíl.

²⁵ Litvinova, A.: A Regulatory Approach to Derivative Markets: The Benefits of Private Sector Oversight. Pace University, 2007.

Vyhláška o účetnictví bank a jiných finančních institucí používá ještě jiné dělení derivátových nástrojů, a to na opce a pevné termínové operace. Toto dělení rozvádí účtová osnova a postupy účtování pro banky a některé finanční instituce, když za pevné termínové operace považuje forwardy, futures a swapy a opcemi rozumí finanční nástroje, ze kterých kupujícímu opce plyne užitek z příznivého vývoje cen podkladových nástrojů, ale které ho při nepříznivém vývoji cen podkladových nástrojů negativně neovlivní. Opce tedy účtová osnova a postupy účtování pro banky a některé finanční instituce a vyhláška o účetnictví bank a jiných finančních institucí vyčleňují od ostatních derivátů. Účtová osnova a postupy účtování pro banky a některé finanční instituce dále deriváty dělí na úrokové, měnové, akciové, komoditní a úvěrové, ale opět mohou být tyto typy pokryté jedním derivátovým nástrojem (např. opcí). Jak vyplývá z uvedených skutečností, jednotlivé derivátové nástroje nejsou v českém právním řádu vymezeny, nanejvýš účetní předpisy popisují ekonomickou podstatu různých skupin derivátů podle jejich hospodářského významu.

S ohledem na právní podstatu derivátů budou tyto nástroje většinou kupními smlouvami podle obchodního zákoníku, které mají odložený termín dodání předmětu smlouvy. Jelikož obchodní zákoník klade poměrně přísné požadavky na předmět kupní smlouvy, využijí se v hojné míře i jiné smluvní typy, resp. inominátní smlouvy podle obchodního zákoníku, protože předmětem (objektem) kupní smlouvy může být jen věc v právním významu, tj. např. cenný papír, nicméně podkladová aktiva derivátů nejsou často věcmi v právním smyslu – např. úrokové sazby, peněžní toky, kreditní událost, burzovní index aj. V případě těchto podkladových aktiv, které nejsou věcmi, se tedy bude muset použít, alespoň podle českého právního řádu, jiný smluvní vztah než kupní smlouva. Rovněž u derivátů s peněžním vypořádáním (pokud si ani jedna ze stran nemůže vybrat vypořádání fyzickou dodávkou) se bude muset použít jiný smluvní vztah než kupní smlouva, jelikož předmětem vztahu není podkladové aktivum, avšak pouze vypořádání peněžního rozdílu mezi realizační cenou a spotovou cenou podkladového aktiva. Z uvedeného vyplývá, že je třeba činit rozdíl mezi podkladovým aktivem, resp. podkladovou proměnnou (underlying) a předmětem (objektem) derivátové smlouvy.

Uvedené závěry je třeba ještě korigovat s ohledem na skutečnost, že underlying derivátu není pokladové aktivum samotné, ale jen jeho cena, kurz nebo jiná měřitelná hodnota k němu navázaná, jak vyplývá ze závěrů kap. 2.2.1 – Definice derivátových

nástrojů podle US GAAP, které uvádějí, že underlying není aktivum samotné, ale jen jeho cena, resp. kurz nebo jiná proměnná vztahující se k tomuto aktivu.

Předmětem (objektem) kupních derivátových smluv tak bude aktivum, ke kterému se váže underlying derivátu, resp. jeho dodání; předmětem nepojmenovaných derivátových smluv s jiným předmětem fyzického vypořádání než věcí rovněž nebude underlying, ale daný jiný předmět – zde se však naskýtá otázka, zda množina těchto předmětů nebude prázdná, jelikož předmětem fyzického dodání mohou být pravděpodobně jen věci v právním slova smyslu; skutečnostmi, které nejsou věcmi v právním slova smyslu, jsou např. úrokové sazby, kreditní hodnocení subjektu, peněžní toky aj., přičemž u všech těchto skutečností přichází v úvahu jen peněžní vypořádání rozdílů mezi realizační cenou a underlying. Předmětem derivátových smluv s peněžním vypořádáním, tj. dle předchozích závěrů i všech derivátových smluv, jejichž underlying se nevztahuje k věcem v právním slova smyslu, je pak peněžní rozdíl mezi realizační cenou a underlying²⁶, resp. vypořádání tohoto rozdílu mezi oběma stranami derivátové smlouvy.

4.3 Jednotlivé derivátové nástroje

4.3.1 Opce, futures, forwardy a swapy

Opce

Opce jako jediné derivátové nástroje jsou v českém právním řádu alespoň částečně definované, a to v účtové osnově a postupech účtování pro banky a některé finanční instituce; vyhláška o účetnictví bank a jiných finančních institucí a částečně i vyhláška o účetnictví podnikatelů pak jen pojmu definovaného v účtové osnově a postupech účtování pro banky a některé finanční instituce využívají. Definice má následující prvky:

- opce je finanční nástroj,
- kupujícímu z opce plyne užitek při příznivém vývoji cen podkladových nástrojů,

²⁶ Dle závěrů kap. 2.2.1 je třeba mít stále na mysli, že underlying není aktivum, ale jen cena tohoto aktiva; zaměňování termín "underlying" za termín "podkladové aktivum" je tak zjednodušením odrážejícím praxi, přičemž by se místo pojmu podkladové aktivum mělo spíše používat pojmu podkladová proměnná, která vzhledem ke svému charakteru ceny, kurzu nebo jiné měřitelné hodnoty není věcí v právním významu.

- při nepříznivém vývoji cen podkladových nástrojů však kupující není nijak ovlivněn.

Účtová osnova a postupy účtování pro banky a některé finanční instituce rozeznávají v souvislosti s vloženými deriváty i jednotlivé druhy opcí – kupní a prodejní opci; v případě kupní (call) opce si kupující kupuje právo v budoucnu koupit podkladové aktivum za předem smluvenou cenu (realizační cena) a za toto právo zaplatí emitentovi (prodejci) opce opční prémii, která je právě nízkou počáteční investicí, jak ji uvádí účetní předpisy²⁷. V případě příznivého vývoje cen podkladového aktiva využije kupující kupní opce svého práva na nákup podkladového aktiva, popřípadě na peněžní vyrovnání. V případě nepříznivého vývoje, právo na nákup podkladového aktiva nevyužije, nechá opci "propadnout", přičemž je ve ztrátě jen co do výše počáteční investice (opční premie). Mechanismus prodejní (put) opce je stejný, jen kupující prodejní opce má právo v budoucnu za předem stanovenou realizační cenu opci prodejci put opce prodat (popřípadě mu vzniká právo na peněžní vyrovnání). Pro kupce opcí je zisk neomezený, ale ztráta omezená zaplacenou opční premií; naopak ztráta prodejce opce je neomezená a zisk omezený přijatou opční premií (ztráta prodejce v případě prodeje put opce je však omezená výší realizační ceny).

Dalším důležitým atributem opcí je jejich rozdělení a označení na americké a evropské opce. U amerických opcí je možné právo z opce uplatnit kdykoli do data splatnosti, v případě evropské opce jen k datu splatnosti opce. Terminologicky vychází rozdělení z historických souvislostí, nyní však rozdíl ve využívání amerických a evropských opcí z geografického pohledu není významný a evropské i americké opce se v Evropě i ve Spojených státech amerických obchodují stejně často.

Místo opcí se často na neregulovaných (over-the-counter – OTC) trzích obchoduje s tzv. warranty, které jsou technicky stejné jako opce, jen nepodléhají standardizaci regulovaného trhu a podmínky opce, resp. warrantu si může každý emitent přizpůsobit svým potřebám; navíc se při obchodování s warranty využívají přepočítávací koeficienty, kdy pro nákup jedné akcie může být potřeba více warrantů. Na Burze cenných papírů Praha se nyní neobchoduje s žádnými opcemi, ale obchoduje se s některými warranty vydanými společnostmi Raiffeisen Centrobank AG, a to s

²⁷ Viz poznámku pod čarou č. 40.

warranty s ISIN XS0258854495 a s ISIN XS0319646286.²⁸ První ze jmenovaných je kupním warrantem na 1 akcii ECM Real Estate Investments A.G. (ISIN LU0259919230) s realizační cenou 22,2 EUR a splatností 22. července 2011, přičemž jde o americký typ s naturálním vypořádáním (fyzickou dodávkou podkladového aktiva); druhý nástroj se liší v realizační ceně, která činí 71,25 EUR a se splatností – 2. listopadu 2014.

Jelikož zákon o podnikání na kapitálovém trhu opční investiční nástroj nedefinuje a spoléhá se jen na ekonomickou praxi, která rozeznává rozdíl mezi opcemi a opčními certifikáty (warranty), patřily by podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu tyto warranty pravděpodobně mezi jiné investiční nástroje podle § 3 odst. 1 písm. d) a nikoli mezi opce podle stejného ustanovení. Z pohledu účetního by však již o opce šlo, jelikož warranty naplňují definiční náležitosti kladené na opce; navíc, pokud by warranty neměly patřit mezi opce, musely by být zařazeny mezi pevné termínové derivátové nástroje, kterými s ohledem na svoji podstatu rozhodně nejsou.

Z pohledu účinné právní úpravy jsou opce nejednoznačné kontrakty, protože jejich bližší právní určení je závislé ne jejich typu. Např. kupní opce na akcie s fyzickým vypořádáním by mohla být kupní smlouvou na druhově určenou akcii podle obchodního zákoníku s odloženým datem dodání předmětu koupě a rozvazovací podmínkou, kterou by bylo rozhodnutí kupujícího call opce o jejím uplatnění. Kupní cena by v tomto případě byla určena při uzavření kupní smlouvy. Jiným případem by byla podobná kupní opce na akcie, ale pouze s peněžním vypořádáním. Zde by o kupní smlouvu spíše nešlo, a opce by tak byla nepojmenovaným kontraktem podle obchodního zákoníku²⁹ s podobnými náležitostmi jako u kupní opce s fyzickým dodáním předmětu smlouvy s tím, že by předmětem smlouvy bylo zaplacení kladného rozdílu v realizační a spotové ceně podkladového aktiva. Opce, stejně jako jiné investiční nástroje obchodované na regulovaném trhu (resp. na OTC trhu), se samozřejmě také musí řídit obchodními pravidly a pravidly emise organizátora regulovaného trhu (resp. pravidly organizátora OTC trhu).

²⁸ K 5. dubnu 2010.

²⁹ V úvahu by přicházela i úprava zákona č. 40/1964 Sb., občanského zákoníku, ve znění pozdějších předpisů (dále "občanský zákoník") pro subjekty, které se v případě uzavírání kupní nebo nepojmenované smlouvy nemusí obligatorně řídit ustanoveními obchodního zákoníku.

Futures

Futures jsou klasické pevné termínové obchody podobné spotovým obchodům s odloženou splatností. V případě sjednání futures si kupující zajišťuje dodání podkladového aktiva (nebo peněžní vypořádání) za cenu stanovenou při sjednání obchodu s termínem dodání k datu v budoucnosti. Pokud se jedná o fyzické dodání, jde o klasické termínové obchody, kterých se využívalo již minimálně v 19. století. V případě peněžního vypořádání se jedná o jejich modernější verzi, která však může sloužit nejen ke spekulacím, ale stejně dobře i k zajišťovacím operacím; na zajišťující subjekt, který si potřebuje zajistit budoucí dodávku nebo prodej podkladového aktiva za předem stanovenou cenu má fyzická dodávka i peněžní vypořádání stejný dopad. V případě peněžního vypořádání dodá/odebere zajišťovaný subjekt podkladové aktivum za tržní cenu splatnou v budoucnu a rozdíl oproti realizační ceně futures bude dorovnan, popřípadě kompenzován ziskem či ztrátou ze zajišťovacího futures obchodu.

Futures jsou standardizované termínové smlouvy obchodované na regulovaných trzích za předem stanovených emisních podmínek. Standardizovaná je např. doba splatnosti, která může být vždy k určitému dnu čtvrtletí nebo co do objemu, který se může vyjadřovat v letech, tj. předem daných násobcích měrných jednotek, jako např. barelů, kusů, tun, gramů, atd. Na Burze cenných papírů Praha se k 5. dubnu 2010 obchodovalo se šesti futures kontrakty, mezi které patří i futures kontrakt na index PX, PX FUT JUN10 s kódem série: CZ0150000326. Jde o futures na nákup indexu PX Burzy cenných papírů Praha s peněžním vypořádáním k 18. červnu 2010. Závěrečný kurz nástroje k 9. dubnu 2010 ve výši 1212,0 Kč ve srovnání s aktuálním kurzem indexu PX, který k 9. dubnu 2010 činí 1234,3 Kč, ukazuje, že se očekává mírný pokles hodnoty indexu PX Burzy cenných papírů Praha během zbývajících dvou měsíců první poloviny roku 2010; očekávání investorů ohledně nejbližšího ekonomického vývoje jsou tak spíše negativní.

Jelikož ani futures nejsou cennými papíry, budou se stejně jako opce, forwardy, swapy a jiné deriváty řídit ustanoveními obchodního zákoníku, resp. obchodními pravidly organizátora regulovaného trhu. Futures jsou z právního hlediska především standardizovanými kupními smlouvami s odloženou dodávkou předmětu koupě; s ohledem na limitace kupní smlouvy co do jejího předmětu, by futures s peněžním

vypořádáním a podkladovým aktivem jiným než věcí, jak věci vymezuje český právní řád, byly nepojmenované smlouvy podle obchodního zákoníku.³⁰

Forwardy

Forwardy jsou velice podobné futures derivátům, jde však o nstandardizované OTC deriváty, které lépe odrážejí potřeby smluvních stran. Nejčastějším podkladovým aktivem jsou peněžní toky v podobě úroků – v případě forwardu na úrokové sazby se jedná o tzv. "Forward Rate Agreement" – FRA. S využitím FRA si zajišťující strana může s protistranou dohodnout zajištění pevné úrokové sazby, v případě že půjčuje nebo si půjčuje za plovoucí úrokové sazby. Protistrana pak kompenzuje zajišťující straně případné rozdíly jejího plovoucího úročení oproti fixní sazbě předem stanovené v podmínkách FRA. Obchod může probíhat i opačným směrem, kdy vyžadující strana získá plovoucí úrokové sazby, v tom případě však nelze hovořit o zajištění, jelikož plovoucí úrokové sazby na rozdíl od pevných sazeb znamenají pro společnost vyšší riziko. Mezi hlavní náležitosti forwardů patří určení data jejich počátku a data jejich splatnosti, od kterých se bude odvíjet i využití odpovídající tržní úrokové sazby. Data se uvádějí jako ukazatel $n \times m$, kde n určuje počátek transakce (v měsících od sjednání derivátu) a m počet období platnosti derivátu (blíže viz tabulku):

Tab. 3: Určení atributů úrokových forwardů

Označení	Počátek forw. období	Konec forw. období	Délka forw. období	Podkladové aktivum (např.) ³¹
2 x 5	Za 2 měsíce	Za 5 měsíců	3 měsíce	3 měsíční PRIBOR
3 x 9	Za 3 měsíce	Za 9 měsíců	6 měsíců	6 měsíční LIBOR
4 x 7	Za 4 měsíce	Za 7 měsíců	3 měsíce	3 měsíční PIBOR
6 x 12	Za 6 měsíců	Za 12 měsíců	6 měsíců	6 měsíční PRIBOR

³⁰ Úprava podle občanského zákoníku pro subjekty, které se v případě uzavírání kupní nebo nepojmenované smlouvy nemusí obligatorně řídit ustanoveními obchodního zákoníku, by v případě futures spíše nepřicházela v úvahu, jelikož futures jsou standardizované nástroje obchodované na regulovaných trzích a pokud je tedy nutno zajistit jejich obchodovatelnost na regulovaném, měly by podléhat úpravě obchodního zákoníku, jinak by je mohly primárně nakupovat jen subjekty, které obligatorně nespádají pod úpravu obchodního zákoníku.

³¹ Pro vysvětlení pojmů viz další odstavec.

V případě požadavku na nestandardní podmínky derivátu je však možné konstruovat i forwardy na jiné investiční nástroje – akcie, dluhopisy, měny (měnové forwardy jsou také velice časté), komodity a jiné. Oproti standardizovaným futures mají forwardy nevýhodu vyšších transakčních nákladů na vyhledání protistrany požadovaného obchodu a na právní a technickou přípravu samotného obchodu.

Z právního pohledu jsou forwardy podobně jako futures smlouvami podle obchodního (popř. občanského zákoníku)³², a to buď smlouvami nepojmenovanými (v případě FRA nebo kontraktů s peněžním vypořádáním) nebo smlouvami kupními s odloženou dobou dodání předmětu kupní smlouvy (v případě kontraktů s vypořádáním v podobě fyzického dodání podkladového aktiva). Charakter forwardů jako závazkového vztahu však nezabraňuje jejich obchodování na neregulovaných trzích, na OTC trzích, stejně jako se mohou obchodovat (převádět) např. pohledávky.

Swapy

Pod swapy se rozumí obchody, při kterých si smluvní protistrany derivátu dohodnou výměnu podkladových aktiv, např. akcií, dluhopisů, měn, úroků, atd., popřípadě finančních toků vyplývajících z těchto aktiv. S využitím úrokových swapů si smluvní strany dohodnout výměnu peněžních toků ze zaplacených nebo přijatých úroků – jedna strana swapu platí protistraně pevně dané úroky (fixní sazba), za což od protistrany obdrží úroky v pohyblivé výši (plovoucí úroková sazba) navázané např. na mezibankovní sazbu PRIBOR (Prague Interbank Offered Rate), LIBOR (London Interbank Offered Rate) nebo PIBOR (Paris Interbank Offered Rate) a zvýšené např. o 500 bodů (0,5 procentního bodu).

Právní podstata swapů je poněkud odlišná než u ostatních uvedených derivátů. Jako i na ostatní deriváty se i na swapy vztahují ustanovení zákona o cenných papírech ohledně smluvních typů vztahujících se na obchody týkající se derivátů, ale odlišná je jejich podstata. Jiné deriváty jsou většinou kupními smlouvami s odloženým termínem dodání předmětu smlouvy, ale u swapů půjde spíše o směnnou smlouvu podle zákona č. 513/1991 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů (dále "občanský zákoník") řídicí se podpůrně ustanoveními obchodního zákoníku o smlouvě kupní. V

³² Oproti futures by použití občanského zákoníku přicházelo v úvahu. Pro zdůvodnění viz poznámku pod čarou č. 30 u futures.

případě, že by podkladovým aktivem swapů nebyly věci, ale práva nebo jiné skutečnosti (např. tok finančních prostředků v rámci úrokových swapů) jednalo by se o nepojmenovanou smlouvu podle obchodního zákoníku.

4.3.2 Další derivátové nástroje

Finanční rozdílové smlouvy

Finanční rozdílové smlouvy nejsou v českém právním řádu nikde popsány, a to ani v účetních předpisech. Pokud se zohlední skutečnost, že prakticky všechny deriváty jsou do jisté míry rozdílovými smlouvami využívanými již řadu desetiletí (viz např. statě o principu Common Law Rule against Difference Contracts – pravidlo common law proti rozdílovým smlouvám v kap. 1.4.1 a 4.1), měl zákonodárce pravděpodobně na mysli samostatnou skupinu finančních investičních nástrojů, které jsou v zahraničí známé jako "Contracts for Differences" – CFD (rozdílové smlouvy). Vedle FRA jsou CFD považovány za typické finanční nástroje, jelikož jejich vypořádání probíhá pouze jako peněžní zúčtování rozdílů dvou kurzů. Jde o poměrně mladou skupinu investičních nástrojů vzniklých kolem roku 1990 v Londýně, které využívaly daňového zvýhodnění oproti obchodování s akcemi.

Ve své podstatě jde o smlouvy, které zajišťují vyrovnávání kurzových rozdílů oproti dohodnuté ceně. Pokud např. cena podkladového aktiva (akcie) stoupne o 1 CZK oproti dohodnuté ceně, prodejce dorovná kupujícími finanční rozdílové smlouvy toto zvýšení ceny. Naopak, pokud by kurz podkladového aktiva poklesnul, kupující by musel změnu vyrovnat prodávajícími. Rozdílové smlouvy tak umožňují fakticky investovat do podkladového aktiva bez samotné investice do aktiva, resp. podílet se na vývoji cen podkladového aktiva, bez nutné počáteční investice. Ekonomický princip je podobný jako u futures s peněžním vypořádáním, jen rozdílové smlouvy nemají stanovenou žádnou splatnost – finanční rozdíly jsou vyrovnávány na průběžné bázi, stejně jako u FRA, se kterými sdílí základní principy pro vyrovnávání a skládání záloh (marginů).

Z mezinárodního pohledu nejsou finanční rozdílové smlouvy obchodované ve Spojených státech amerických s ohledem na omezení americké komise pro cenné papíry (US Securities and Exchange Commission – SEC) pro investiční nástroje obchodované

na neregulovaných trzích (over-the-counter).³³ Mimo Velkou Británii pronikají finanční rozdílové smlouvy jen velice postupně, a to kvůli vysokému riziku tržnímu riziku s nimi spojeným.

Regulace obchodování a emise finančních rozdílových smluv by měla být důkladnější, resp. tyto nástroje by měly být více regulované, než jak je tomu v českém právním řádu nyní. Důvodem je opravdu vysoká rizikovitost kvůli jejich nízké počáteční investici a možnosti neomezeně tratit při nepříznivém vývoji cen podkladového aktiva, stejně jako u futures s peněžním vypořádáním (viz tabulku).

Tab. 4: Přehled rizikovitosti vybraných investičních nástrojů (z pohledu investora)

Investiční nástroj	Pákový efekt	Výše investice	Možnost ztráty	Volatilita
Akcie	Ne	100 % ceny akcie	Omezená výší investice	Nízká
Call opce na akcie	Ano	Opční prémie, do 20 % ceny akcie	Omezená výší investice	Velmi vysoká
Futures na akcie s fyzickým vypořádáním	Ne	100 % ceny akcie	Omezená výší investice	Nízká
Futures na akcie s peněžním vypořádáním	Ano	Zanedbatelná (margin)	S ohledem na výši invest. neomezená	Velmi vysoká
Finanční rozdílové smlouvy na akcie	Ano	Zanedbatelná (margin)	S ohledem na výši invest. neomezená	Velmi vysoká

Na rozdíl od stejně vysoce rizikových opcí nevyžadují finanční rozdílové smlouvy prakticky žádnou počáteční investici (jen margin) a jejich zachycení v účetních výkazech je vysoce problematické – opce se mohou zachytit v aktivech s následným přeceňováním, kdežto finanční rozdílové smlouvy budou zachycené nanejvýš jako podrozvahová položka, s čímž souvisí i obtížná kontrola obchodníků s finančními rozdílovými smlouvami a dodržování jejich kapitálové přiměřenosti. I když kapitálová přiměřenost není předmětem této práce, měl by být český právní řád podroben hlubší analýze, zda není možné pomocí finančních rozdílových smluv ustanovení o kapitálové přiměřenosti obcházet a zda vůbec český právní řád dokáže reagovat na rozšíření těchto vysoce rizikových investičních nástrojů. Tato obava je podpořena i stručností zákona o podnikání na kapitálovém trhu, který finančním rozdílovým smlouvám nevěnuje prakticky žádnou pozornost. I když bylo v minulosti kontrolováno investování

³³ Wikipedia: Contract for Difference, http://en.wikipedia.org/wiki/Contract_for_difference, přistoupeno dne 2. dubna 2010.

finančních institucí do rizikových nástrojů, především derivátových nástrojů, regulováno pomocí gentlemenských dohod mezi regulátorem a regulovanými osobami, nejde o legislativní cestu vynutitelnou státní mocí v případě nedodržování těchto gentlemenských dohod a jistá dodatečná legislativní omezení pro investování do takovýchto rizikových nástrojů by byla na místě.

Z právního pohledu jsou finanční rozdílové smlouvy nepojmenovanými kontrakty podle obchodního zákoníku³⁴, jejichž konkrétní náležitosti by závisely na druhu finanční rozdílové smlouvy a na smluvních ujednáních obou stran.

Nástroje umožňující přenos úvěrového rizika

Na rozdíl od výše uvedených investičních nástrojů jsou nástroje umožňující přenos úvěrového rizika funkčním nástrojem specializovaným pouze na zajištění, resp. spekulace na úvěrové riziko, tj. podkladové aktivum je spojeno s úvěrovým rizikem, kdežto ostatní nástroje mohou mít jakékoli podkladové aktivum a mohou sloužit k zajištění kurzového, měnového nebo jakéhokoli jiného rizika. Mezi nástroje umožňující přenos úvěrového rizika dle Litvinové 2007 a Aliho a Robbe 2005³⁵ patří:

- credit default swap – CDS (swap úvěrového selhání),
- asset swap (swap aktí s úvěrovým rizikem),
- total return swap (swap peněžních toků z aktiv s úvěrovým rizikem),
- credit linked notes (dluhopisy s vloženým kreditním derivátem), ke kterým je třeba ještě připočíst nástroj
- collateralized debt obligation – CDO (dluhopis se závislostí na finančních tocích různých sdružených aktiv).

Investiční nástroje tak zahrnují i takové investiční nástroje, které již patří do jiné skupiny investičních nástrojů podle § 3 odst. 1 ZPKT, což vyplývá právě z funkčního zaměření této skupiny nástrojů. Nástroji, které nelze zařadit do jiné skupiny, jsou *credit linked notes* a *collateralized debt obligations*.

³⁴ Úprava občanského zákoníku by opět přicházela v úvahu.

³⁵ Ali, P. U. – Robbe, J. J. de V.: New Frontiers in Credit Derivatives. Journal of Banking Regulation, Vol. 6, 2005, pp. 175–182.

S credit linked notes³⁶ a všeobecně se zajišťovacími nástroji a nástroji umožňujícími přenos úvěrového rizika souvisí i tzv. vložené deriváty, které slouží k zajištění standardního vztahu přímo derivátovou doložkou, která mění charakter smluvního vztahu nebo cenného papíru v nástroj s vloženým derivátem. Takovýmto nástrojem jsou např. i uvedené credit linked notes, ohledně kterých již rozhodovala i Komise pro cenné papíry v rozhodnutí KCP/40/2001 ze dne 22. prosince 2002.³⁷ V posuzovaném případě chtěl emitent dluhopisů podle tehdy platného zákona o dluhopisech vydat tyto credit linked notes (dále "CLN") jako dluhopisy, u kterých měl emitent za předpokladu vzniku předem definované kreditní události třetí osoby (např. nemožnost splacení dluhů, vyhlášení konkurzu, atd.) možnost jejich předčasného splacení pohledávkami vůči této třetí osobě. Komise pro cenné papíry rozhodla, že "právo majitele dluhopisu požadovat splacení dlužné částky včetně vyplacení výnosů a odpovídající povinnost emitenta jsou základní pojmové znaky dluhopisu a musí být s dluhopisem spjaty po celou dobu jeho existence. Platné právo přitom nepřipouští, aby se splacení dluhopisů uskutečnilo v jiném aktivu než v penězích, např. postoupením pohledávky emitenta dluhopisu za referenčním subjektem (tzv. credit linked notes). Další práva a povinnosti vymezené v emisních podmínkách nemohou obcházet smysl a účel právní úpravy dluhopisů či s nimi být v přímém rozporu. Má-li se jednat o dluhopis, nemohou mít práva a povinnosti podle § 3a odst. 2 zákona o dluhopisech za následek faktické nesplnění základních pojmových znaků dluhopisu. V emisních podmínkách proto např. nelze založit povinnost majitelů dluhopisů prodat dluhopisy emitentovi za pohledávky za referenčním subjektem, nastane-li určitá kreditní událost."³⁸

Toto rozhodnutí Komise pro cenné papíry není úplně v souladu s vyhláškou o účetnictví, která rozeznává, tzv. vložené deriváty do cenných papírů a dluhových cenných (např. § 9 odst. 4 nebo § 10 odst. 3). Jelikož dluhopis je dluhovým cenným papírem a CLN je vlastně dluhovým cenným papírem s vloženým kreditním derivátem, je možné podle českých účetních předpisů o takovýchto nástrojích účtovat, tj. jsou i českým právním řádem předpokládány. I když tehdy účinný zákon o dluhopisech

³⁶ Termín se nepřekládá.

³⁷ Komise pro cenné papíry: Právní stanoviska a odpovědi na dotazy – Stanovisko KCP/40/2001 ze dne 22. prosince 2002.

³⁸ Komise pro cenné papíry: Právní stanoviska a odpovědi na dotazy – Stanovisko KCP/40/2001 ze dne 22. prosince 2002.

(zrušený zákon o dluhopisech) pozbyl účinnosti, současný zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších právních předpisů, (dále "zákon o dluhopisech") přejímá stejnou dikci relevantních ustanovení a podle uvedeného rozhodnutí Komise pro cenné papíry stále nepřipouští splacení jmenovité hodnoty postoupením pohledávky emitenta vůči třetí osobě. Tento rozpor mezi účetní existencí CLN a nemožností jejich emise podle účinného zákona o dluhopisech a zmíněného rozhodnutí Komise pro cenné papíry, je však třeba vykládat ve prospěch zákona o dluhopisech tak, že není možné CLN vydávat, ale je možné je koupit (např. ze zahraničí) a účtovat o nich.

Situaci však komplikuje skutečnost, že CLN jsou fakticky deriváty podle § 3 odst. 1 písm. e) zákona o podnikání na kapitálovém trhu a nikoli cennými papíry nebo dluhopisy. Na druhou stranu vyhláška o účetnictví považuje CLN za dluhopisy (cenné papíry) s vloženým derivátem a nikoli za deriváty jako takové. Pokud by případný emitent chtěl emitovat credit linked notes jako nástroj umožňující přenos úvěrového rizika, nemusely by CLN spadat pod úpravu zákona o dluhopisech, ale jen pod úpravu zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Oproti tomu, ZPKT nikde nestanoví, že nástroje podle § 3 odst. 1 písm. e) nemohou být dluhopisy s vloženým derivátovým nástrojem. V případě, že by Česká národní banka rozhodovala o povolení obdobné emise CLN jako v případě posuzovaném Komisí pro cenné papíry, musela by dojít k uvedenému závěru, že CLN jsou dluhopisovými cennými papíry s vloženým derivátem spadající sice pod § 3 odst. 1 písm. e), avšak podléhající i úpravě účinného zákona o dluhopisech, a tudíž by musela emise CLN v souladu s rozhodovací praxí nepovolit. Tato situace by mohla být změněna pouze novelizací zákona o dluhopisech tak, aby povoloval předčasné splacení jmenovité hodnoty dluhopisů emitentem i postoupením pohledávek emitenta vůči třetí osobě (za předpokladu vzniku předem definované kreditní události).

Tyto závěry jsou v protikladu se závěry uvedenými v úvodních částech práce, kdy bylo vyvozeno, že deriváty podle § 3 odst. 1 písm. d) až k) nejsou cennými papíry. Minimálně v případě credit linked notes je toto tvrzení potřeba upravit a uzavřít, že mezi deriváty, jak byly vymezeny v úvodu práce, mohou výjimečně patřit i cenné papíry.

Collateralized debt obligations (CDO)³⁹ jsou investiční nástroje, na něž je z právního pohledu možné nazírat buď jako na dluhopisy, nebo jako na smluvní vztah. S ohledem na závěry vyplývající z předcházející stati o credit linked notes by dle zákona o dluhopisech nemohly být CDO emitovány jako dluhopisy, jelikož s nimi není spojeno právo na splacení dlužné částky, jak to požaduje § 2 odst. 1 zákona o dluhopisech, ale jen právo na peněžní toky vyplývající z podkladových aktiv. CDO patří mezi strukturované finanční nástroje, konkrétně mezi tzv. "asset-backed securities" – ABS (cenné papíry/investiční nástroje kryté aktivy), ke kterým patří např. i "mortgage backed securities" – MBS (cenné papíry/investiční nástroje kryté hypotékami). Tyto derivátové nástroje vzniklé sekuritizací pokladových nástrojů jsou vysoce rizikové a byly jednou z příčin vzniku současné finanční a hospodářské krize. České právo nedokáže dostatečně rychle reagovat na vývoj finančních trhů, tak ani CDO a jiné ABS nejsou upraveny v českém právním řádu. V zájmu zajištění stability finančního trhu proto omezení investování finančních institucí do těchto nástrojů muselo být prováděno jen pomocí gentlemenských dohod regulátora s regulovanými subjekty, což zajisté nepostačuje k efektivní ochraně finančního trhu; konkrétní příklad rizikového investování do těchto nástrojů bude uveden v dalších kapitolách na příkladu Československé obchodní banky.

Ostatní nástroje a kombinované produkty

Vzhledem k rozvoji finančního inženýrství není možné předpokládat existenci všech derivátových nástrojů, v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu tedy byla ponechána i zbytková skupina jiných nástrojů (§ 3 odst. 1 písm. d), g), h), i), j) za slovem "forwardy") a dalších nástrojů (písm. k)); do skupiny podle písm. k) však mohou patřit i opce, futures, swapy a forwardy.

Mezi jiné nástroje derivátového typu by se daly zařadit především různé kombinované nástroje, jako např. swapce, které jsou složeninou opcí a swapů; jde tedy o jakýsi opční swap, kdy si jedna strana může vybrat, zda swapu využije, či nikoli. Z pohledu právního řádu by se jednalo o směnnou smlouvu s odkládací podmínkou a odloženým termínem směny předmětu smlouvy. Mezi další kombinované produkty patří např. různé druhy certifikátů, turbo certifikátů, knock-out certifikátů, nástrojů cap, collar a floor a další kombinace "klasických" derivátových nástrojů. S ohledem na

³⁹ Termín se nepřekládá.

rychlý rozvoj derivátových trhů je vhodné tuto "zbytkovou" klauzuli o jiných nástrojích v zákoně ponechat, jelikož se pod ni dají do budoucna zařadit i nově vzniklé investiční nástroje derivátového typu.

4.4 Ekonomický význam derivátových obchodů

Jak vyplývá z výše uvedené kapitoly, význam derivátů spočívá především ve čtyřech oblastech, přičemž primárním účelem je vždy buď potřeba zajištění proti riziku nebo spekulace na změnu hodnoty derivátů:

- v možnosti zajištění proti riziku (proti pohybu úrokových sazeb, měnových kurzů, cen akcií a komodit, úvěrovému riziku a jiným rizikům),
- v možnosti obchodování s deriváty (spekulativní obchody), kdy cílem je vydělat na pohybu cen derivátů,
- v možnosti sekundárního obchodování s nelikvidními nástroji za účelem zvýšení likvidity (sekuritizace aktiv) a
- v příjmech z emise derivátů sloužících buď k zajištění protistrany nebo ke spekulaci protistrany.

Ve svém článku se Stout 1999 zabývá otázkou regulace zajišťovacích obchodů a spekulativních obchodů, přičemž dochází k závěru, že spekulativní obchody by oproti zajišťovacím obchodům neměly být znevýhodňovány, jelikož zvyšují tržní likviditu derivátových nástrojů a stanovují odpovídající tržní cenu těchto nástrojů, přičemž pouze zajišťovací obchody by tuto funkci nemohly efektivně plnit. Ve své práci uzavírá, že výše popsaný princip Common Law Rule against Difference Contracts není vhodný a vytváří neefektivnosti kapitálového trhu. Odlišný přístup k zajišťovacím obchodům a spekulativním obchodům se projevuje i v českém právním řádu, kdy účetní předpisy stanoví různé způsoby účetního zachycování těchto obchodů a různé způsoby oceňování a vykazování zajišťovacích derivátů a derivátů nakoupených za účelem obchodování (spekulace). Příklady zajišťovacích obchodů (České aerolinie) a spekulativních obchodů (Československá obchodní banka, Long-Term Capital Management, Lehman Brothers, aj.) jsou uvedeny v jiných částech této práce.

Obchodování s deriváty ať za účelem zajištění nebo se spekulativními motivy je vysoce rizikové a je třeba, aby k těmto obchodům takto přistupovala i právní úprava. I v

případě zajišťovacích obchodů je možné utrpět vysoké ztráty, popřípadě se alespoň dostat do potíží s cash flow vzhledem k potřebě navyšování marginu. Spekulativní obchody využívají tzv. páky (leverage), vyplývající i z definice derivátů,⁴⁰ kdy pro nákup derivátů je potřeba jen malé počáteční investice v porovnání s jinými aktivy, které by kupujícími přinesly stejný výsledek. Pokud má derivátový nástroj např. páku 1 000 % (10:1), znamená to, že pokud se cena podkladového aktiva sníží nebo zvýší o 1 %, hodnota derivátu se změní přibližně o desetinásobek, tj. 10 %. Při prudkém poklesu akcií např. o 10 % tak derivát⁴¹ prakticky ztratí veškerou svoji hodnotu. Spekulativní obchody jsou tedy i oproti investičním cenným papírům vysoce volatilní, tj. vysoce rizikové, ale mohou zároveň přinášet i vysoké zisky. Podrobný ekonomický význam derivátů uvádí J. Jílek v několika svých monografiích, např. Jílek 2002, Jílek 2006⁴² nebo Jílek 2005⁴³, ale také Bakeš 2006. Jednotlivým aspektům obchodování s deriváty se věnují mnohé internetové články nebo manuály obchodníků s cennými papíry, kteří zákazníkům poskytují elektronické aplikace pro obchodování s investičními nástroji včetně derivátů. Potřebě nejen vnitrostátní, ale také mezinárodní regulace derivátových obchodů s ohledem na jejich vysokou rizikovitost a mezinárodní dopady se věnuje četná zahraniční literatura, ze které se dá jmenovat např. Campbell a Picciotto 1998⁴⁴ nebo Picciotto 1997⁴⁵.

Z pohledu podkladových aktiv není možné určit, které derivátové nástroje jsou používány s kterými podkladovými aktivy. Jednotlivé deriváty mohou mít za podkladové aktivum jakékoli aktivum nebo jiný "underlying". Např. opce mohou mít za podkladové aktivum akcie, burzovní indexy, komodity, pohledávky, atd. Snad jen o forwardů jsou nejčastějším podkladovým aktivem peněžní toky v podobě úroků.⁴⁶

⁴⁰ Ať v českých účetních předpisech nebo zahraničních standardech US GAAP nebo IAS/IFRS – viz 2.2.1 odst. b) (US GAAP) nebo 2.2.2 odst. b) (IAS/IFRS), kap. 2.1 stať ohledně účtové osnovy a postupu účtování pro podnikatele a účtové osnovy a postupu účtování pro banky a další finanční instituce.

⁴¹ V tomto případě např. nakoupená call opce – viz dále.

⁴² Jílek, J.: Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti. 1. vydání. Praha: Grada, 2006.

⁴³ Jílek, J.: Finanční a komoditní deriváty v praxi. 1. vydání. Praha: Grada, 2005.

⁴⁴ Campbell, D. I. – Picciotto, S.: Exploring the Interaction between Law and Economics: The Limits of Formalism. Legal Studies, Vol. 18, No. 3, 1998, pp. 249-78.

⁴⁵ Picciotto, S.: Fragmental States and International Rules of Law. Social and Legal Studies, No. 6, 1997, pp. 259-279.

⁴⁶ Blíže k FRA viz kap. 4.3.1, část věnovanou forwardům.

4.5 Praktické příklady rizikivosti derivátových nástrojů

4.5.1 Československá obchodní banka

Finanční institucí, na kterou dopadla finanční krize obzvláště tvrdě je Československá obchodní banka; obrovský dopad finanční krize na ČSOB byl způsoben jejími rizikovými obchody s výše uvedenými derivátovými nástroji – s CDO, které za normálního vývoje přinášejí bance vysoké zisky, ale při neočekávaných vývojích trhu s sebou nesou vysoké ztráty, což vyplývá z jejich vysoké volatility a související enormní rizikivosti.

ČSOB je bankou podle zákona č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů (dále "zákon č. 21/1992 Sb." nebo "zákon o bankách") a má bankovní licenci České národní banky ke všem činnostem banky podle zmíněného zákona o bankách, včetně poskytování investičních služeb [§ 1 odst. 3 písm. h)] podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Podle licence od České národní banky může vykonávat a poskytovat všechny hlavní investiční služby, přičemž může tyto služby poskytovat a vykonávat ohledně všech investičních nástrojů podle ZPKT; podle licence od České národní banky tak Československá obchodní banka může a mohla investovat na svůj účet i do derivátových nástrojů.

Dle výroční zprávy ČSOB za roky 2007⁴⁷ a 2008⁴⁸, resp. tiskového prohlášení z 22. ledna 2009⁴⁹ a 12. února 2009⁵⁰ investovala Československá obchodní banka derivátových nástrojů CDO ve výši přibližně 430 mil. EUR (cca 10 mld. Kč), které vykazovala jako finanční aktiva vykazovaná v reálné hodnotě do zisku nebo ztráty. Kvůli propadu jejich hodnoty v souvislosti s finanční a hospodářskou krizí musela banka tyto svá aktiva přecenit, přičemž se rozhodla z důvodu kolapsu trhu přecenit aktiva na nulu. ČSOB tak jen během jednoho roku utížila účetní ztrátu ve výši cca 10 mld. Kč ze svých derivátových obchodů; v porovnání se ziskem před přeceněním ve

⁴⁷ ČSOB: Výroční zpráva 2007. http://www.csob.cz/WebCsob/Csob/O-CSOB/Vztahy-k-investorum/Vyrocní-pololetní-zpravy/Vyrocní-zpravy/VZ_CSOb_2007.pdf, přistoupeno 10. února 2010.

⁴⁸ ČSOB: Výroční zpráva 2008. http://www.csob.cz/WebCsob/Csob/O-CSOB/Vztahy-k-investorum/Vyrocní-pololetní-zpravy/Vyrocní-zpravy/VZ_CSOb_2008.pdf, přistoupeno 10. února 2010.

⁴⁹ ČSOB: Tisková zpráva – Předběžné hospodářské výsledky za rok 2008: Skupina ČSOB očekává zisk 1 miliardu Kč, <http://www.csob.cz/WebCsob/Data/tz/2009/TZ090122a.pdf>, přistoupeno 10. února 2010.

⁵⁰ ČSOB: Tisková zpráva – Skupina ČSOB vykázala za rok 2008 čistý zisk 1,034 mld. Kč, <http://www.csob.cz/WebCsob/Data/tz/2009/TZ090212a.pdf>, přistoupeno 10. února 2010.

výši 12,72 mld. Kč jde prakticky o celý roční zisk banky z ostatních obchodů v daném roce.

Z příkladu enormních ztrát Československé obchodní banky z jejích derivátových obchodů vyvstává právní otázka, jak podobným situacím v České republice zabránit. Československá obchodní banka neporušila svými obchody žádné právní předpisy České republiky, přesto ohrozila svoji stabilitu a potažmo i své klienty. Těmto rizikovým obchodům nedokázaly zabránit ani požadavky na kapitálovou přiměřenost podle vyhlášky České národní banky č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry, ve znění pozdějších předpisů (dále "vyhláška o obezřetném podnikání bank" nebo "vyhláška č. 123/2007 Sb."), která do českého právního řádu inkorporuje požadavky tzv. pravidel Basel II – New Basel Accord na kapitálovou přiměřenost finančních institucí a stanoví další požadavky na obezřetné podnikání bank a jiných finančních institucí. Ani informační povinnost Československé obchodní banky vůči investorům a veřejnosti v podobě pravidelného zveřejňování výročních zpráv a průběžných zpráv z hospodaření banky nedokázala dostatečně podchytit tyto rizikové obchody banky. Z výročních zpráv, resp. z rozvahy ČSOB nelze vyčíst, do jakých aktiv banka konkrétně investovala, ani jaký rizikový profil tato aktiva měla. Podrobnější informace nelze vyčíst ani z přílohy, které tvoří nedílnou součást účetní závěrky, resp. ani z poznámek obsažených v příloze k účetním výkazům, na rozdíl např. od informací o derivátech využívaných k zajišťovacím obchodům, které jsou dostatečně podrobně rozepsány např. v poznámce 19 přílohy k účetní závěrce výroční zprávy ČSOB za rok 2008.

Jak je shrnuto na jiných místech této práce, deriváty jsou vysoce komplikované a strukturované nástroje vzniklé finančním inženýrstvím, které právní úprava není dostatečně schopna popsat, zachytit a regulovat, resp. upravit všechny možnosti jejich obchodování a eventuality možné při investování do derivátových nástrojů; jedinou možnou a vhodnou regulací se proto jeví důraz na informační povinnosti finančních institucí obchodujících nebo investujících do derivátových nástrojů. V případě detailnějšího informování o využívaných investičních nástrojích by mohla veřejnost, ať odborná nebo laická, zareagovat a donutit svým chováním Československou obchodní banku k redukci jejích vysoce rizikových obchodů.

Uvažovat de lege ferenda o zákazu bank investovat do derivátových nástrojů by bylo pravděpodobně kontraproduktivní, z důvodu již několikrát zmiňované různorodosti derivátů, které by mohly být pomocí finančního inženýrství obměňovány a regulace by tak stejně byla neúčinná. Regulace by poté měla jen dopad na náklady, bank, jelikož jejichž snaha o omezování vlivu regulace na své obchodování by představovala pro banky dodatečný náklad.

4.5.2 Zahraníční příklady rizikového obchodování s deriváty

V poslední době otřásl světem několik velkých finančních skandálů, mezi které s ohledem na derivátové obchody patří krach investiční banky Lehman Brothers ze září roku 2008 a krach hedžového fondu Long-Term Capital Management na konci 90. let minulého století. Oba skandály měly ohromný dopad na finanční trhy; krach Lehman Brothers byl jedním ze spouštěcích mechanismů současné finanční a hospodářské krize a pokud by vláda Spojených států amerických nepomohla fondu Long-Term Capital Management zachránit, ohrozil by jeho krach stabilitu celého mezinárodního finančního trhu.

Lehman Brothers

Americká investiční banka Lehman Brothers musela v září 2008 požádat podle práva Spojených států amerických o ochranu před věřiteli a prakticky tak zahájila cestu k ukončení svých aktivit. Její problémy začaly v roce 2004, kdy odkoupila první hypoteční banku, ke které později přidala i další aktivity z oblasti hypotečních úvěrů. Generované hypoteční úvěry sekuritizovala banka do derivátových nástrojů, které dále prodávala; v souvislosti s poklesem amerického hypotečního trhu a problémem amerických domácností se splácením svých hypotečních úvěrů, cena sekuritizovaných derivátů klesala a banka se dostala do existenčních potíží. Nejen, že se banka dostala do potíží sama, ale pomocí prodejů těchto derivátových nástrojů (výše uvedených asset-backed securities – ABS, resp. collateralized debt obligations – CDO) rozšířila vysoce riziková aktiva i mezi další finanční instituce, které se následně dostaly do finančních problémů také (např. některé islandské banky, pojišťovna AIG, investiční banka Merrill Lynch a jiné finanční instituce). Krach investiční banky Lehman Brothers se stal spouštěcím mechanismem uveřejňování dalších problémů finančního trhu. S Lehman

Brothers a dalšími bankami, které se dostaly do problémů ve spojitosti s derivátovými nástroji vázanými na americké nekvalitní hypoteční úvěry, je spojena i uvedená výše uvedená ztráta Československé obchodní banky, která musela vytvořit opravné položky k expozici vůči Lehman Brothers a některým islandským bankám⁵¹.

Long-Term Capital Management

Společnost Long-Term Capital Management⁵² (dále i "LTCM") byl americký hedžový fond používající různých způsobů agresivní investiční strategie založené na statistických modelech a využívajících pákového efektu (leverage)⁵³. Fond byl založen bývalým ředitelem dluhopisového obchodování americké investiční banky Salomon Brothers a ve fondu byly zainteresováni i významní ekonomové, mezi které patřil Myron Scholes a Robert C. Merton, laureáti Nobelovy ceny za ekonomii z roku 1997 za přínos v oblasti oceňování derivátů.

Na základě svých arbitrážních obchodů využívajících statistického oceňování rozdílů mezi očekávanou cenou derivátů a tržní cenou derivátů dokázal fond Long-Term Capital Management ročně generovat až 40% výnosy po započítání všech provizí a poplatků; šlo tedy o vysoce nadstandardní výnosy z obchodování, které byly dosažitelné jen díky nízké regulaci obchodování fondu vzhledem k jeho statutu neregulovaného, hedžového, fondu.

Nepředpokládaná měnová krize ve východní Asii v roce 1997 měla za důsledek vysoké ztráty LTCM, které byly dále prohloubeny v roce 1998 ruskou měnovou krizí. Na začátku roku 1998 akumuloval fond LTCM přibližně 5 mld. USD vlastního kapitálu a celkově pomocí půjček ve výši přibližně 125 mld. USD spravoval aktiva v hodnotě 130 mld. USD, tj. finanční páka činila přibližně 25:1 (aktiva/vlastní kapitál). Mimobilanční položky Long-Term Capital Managementu dosahovaly dokonce až 1,25 bil. USD. V důsledku krize nejdříve poklesnul vlastní kapitál na cca 400 mil. USD při aktivech stále ve výši cca 100 mld. USD znamenající neuvěřitelnou finanční páku (leverage) 250:1. V roce 2000, kdy byla ve spolupráci americké centrální banky FED a

⁵¹ ČSOB: Tisková zpráva – Skupina ČSOB vykázala za rok 2008 čistý zisk 1,034 mld. Kč.

⁵² Podle: Piccioto, S., Haines, J.: Global Financial Markets. Journal of Law and Society, Vol. 26, No. 3, Sept. 1999, pp. 351-368 a Wikipedia: Long Term Capital Management, http://en.wikipedia.org/wiki/Long_term_capital_management, přistoupeno dne 28. prosince 2009.

⁵³ K české legislativní úpravě hedžových fondů, agresivních investičních strategií a leverage viz další kapitoly.

největších hráčů investičního trhu, Bankers Trust, Barclays, Chase, Credit Suisse First Boston, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, J. P. Morgan, Morgan Stanley, Salomon Smith Barney, UBS, Société Générale, Lehman Brothers a Paribas, ukončena činnost fondu, vykázal Long-Term Capital Management celkový záporný vlastní kapitál ve výši 4,7 mld. USD. Díky spolupráci FED a uvedených bank naštěstí nedošlo ke kolapsu finančních trhů, ke kterým by tento, do té doby největší, krach na kapitálovém trhu vedl.

V části rozebírající kolektivní investování v České republice, v kap. 6.4.2, bude diskutována možnost činnosti těchto tzv. hedžových fondů i v prostředí České republiky, přičemž se dochází k závěru, že opakování podobné situace by mohlo nastat i u nás, jelikož zákon o kolektivním investování klade jen minimální požadavky na činnost speciálních fondů kvalifikovaných investorů, které mezi tzv. hedžové fondy mohou patřit. Díky minimální regulaci zákonem o kolektivním investování mohou české speciální fondy kvalifikovaných investorů z legislativního hlediska zaujmout stejnou investiční strategii jako Long-Term Capital Management; z tohoto pohledu by případ fondu Long-Term Capital Management měl být výstrahou pro všechny investory investující pomocí fondu kvalifikovaných investorů.

5 Poskytování investičních služeb spojených s deriváty

5.1 Evropská iniciativa ke sjednocení finančních trhů

Součástí vnitřního trhu Evropských společenství/Evropské unie (pro zjednodušení dále jen "Evropská unie" nebo "EU") je evropský finanční prostor, který zahrnuje volný pohyb peněz a kapitálu a pro makléře a podniky z finanční sféry (banky, pojišťovny) právo usídlení a volného pohybu služeb. Důsledkem evropského finančního prostoru je, že:

- každý občan může v každé členské zemi Společenství volně ukládat své peníze, zřizovat konta, přijímat úvěry a uzavírat pojistné smlouvy,
- banky a pojišťovny musí mít možnost nabízet své finanční služby svobodně a bez překážek a
- cenné papíry mohou být kótovány na všech burzách a obchodovány ve všech zemích Společenství.

S ohledem na potřebu sjednocující regulace finančních trhů v rámci EU byla v roce 1993 přijata první směrnice o investičních službách. Integrace finančních trhů se stala hlavní politickou prioritou EU na summitu v Cardiffu v roce 1998 a následně byl přijatý akční plán rizikového kapitálu zaměřený na odstraňování institucionálních, regulačních a daňových bariér a na podporu financování dynamicky se rozvíjejících se malých a středních podniků. Komise navíc dostala za úkol se zaměřit na další prohloubení integrace finančních trhů. V roce 1998 byl přijat dokument *Financial Services: Building a Framework for Action*⁵⁴ (Finanční služby: vytváření rámce pro akci) Tento rámcový dokument spočívá na třech hlavních pilířích:

- založení jednotného trhu velkoobchodních finančních služeb – ulehčit emisi a obchodování s cennými papíry pomocí podpory tržních procesů;
- otevření maloobchodních (retailových) trhů – zajistit zvýšenou informovanost, transparentnost a bezpečnost při přeshraničním poskytování finančních služeb;
- zajištění a zesílení pravidel obezřetného dohledu nad finančním trhem – prosadit spolupráci při dohledu a podchytit tak systematická a institucionální rizika.

⁵⁴ Dokument dostupný např. na internetových stránkách Komise: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/fs_en.pdf, přistoupeno 10. února 2010.

Následně byl na summitu v Kolíně nad Rýnem v roce 1999⁵⁵ přijat dokument Financial Services: Implementing the framework for financial markets: Action Plan⁵⁶ (Finanční služby: Zavádění rámce pro finanční trhy: Akční plán), jehož součástí byl i dokument Financial Services Action Plan (Akční plán finančních služeb – "FSAP"). Akční plán zahrnuje celkem 42 opatření, která mají odstranit zbývající překážky právního a regulatorního rámce, jež by umožnil integraci finančních trhů v celoevropském měřítku. FSAP byl odsouhlasený v dubnu 2000 v Lisabonu jako jedna z priorit Lisabonského procesu.

Pomalý postup při naplňování cílů Akčního plánu finančních služeb vedl v roce 2000 k sestavení Committee of Wise Men – Výboru moudrých pro regulaci evropských trhů s cennými papíry, kterému předsedal baron Alesander Lamfalussy. Tento výbor navrhnul nový legislativní proces pro přijímání úpravy finančních trhů založený na čtyřech pilířích:

- První úroveň (Level 1): rámcová legislativa;
- Druhá úroveň (Level 2): vykonávací předpis;
- Třetí úroveň (Level 3): interpretace;
- Čtvrtá úroveň (Level 4): vynucování a kontrola.

Pro úspěšnou harmonizaci poskytování investičních služeb na finančních trzích byly přijaty i další dokumenty, např. Zelená kniha o politice finančních služeb (2005 – 2010) Komise ES z května 2005 nebo Bílá kniha – Politika finančních služeb na roky 2005 – 2010 také Komise ES ve stejném roce. Hlavními výstupy snah v rámci EU o harmonizaci finančních trhů je v předcházejících kapitolách několikrát uváděná směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES z 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů (směrnice MiFID) a provádějící legislativa – např. také zmiňovaná směrnice Komise 2006/73/ES z 10. srpna 2006, kterou se provádí směrnice MiFID, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice, nebo nařízení Komise č. 1287/2006 z 10. srpna 2006, kterým se provádí směrnice MiFID, pokud jde o evidenční povinnosti

⁵⁵ Kaššovič, J.: Lamfalussy proces. Finančné trhy, ročník 5, číslo 3, 2008.

⁵⁶ Dokument dostupný např. na internetových stránkách Komise: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/action_en.pdf, přistoupeno 10. února 2010.

investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnosti trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice.

Výše tři uvedené právní předpisy "...vydané v rámci tzv. Lamfalussyho procedury spolu tvoří jeden integrální celek. MiFID je tzv. rámcovou směrnicí (framework directive), na kterou navazují tzv. prováděcí opatření (implementing measures) – zde vydané ve formě prováděcí směrnice a prováděcího nařízení."⁵⁷ Český právní systém byl s uvedenými předpisy EU harmonizován novelou ZPKT – zákonem č. 230/2008 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony. Tato velká novela ZPKT má na ZPKT a finanční trhy celkově rozsáhlé dopady; jak uvádí důvodová zpráva k zákonu, nejdůležitější změny je třeba spatřovat v několika hlavních oblastech:

- "Rozšíření stávající regulace, kdy je nově mezi hlavní investiční služby zařazeno investiční poradenství, mezi deriváty jsou zařazeny prakticky všechny druhy derivátů komoditních a derivátů exotických. Nově budou režimu zákona o podnikání na kapitálovém trhu podléhat také organizátoři komoditních burz, pakliže na nich budou obchodovány komoditní deriváty.
- Modifikace a rozšíření rozsahu pravidel činností a hospodaření obchodníka s cennými papíry, např. podrobnější pravidla pro outsourcing činností, pro zjišťování a řízení střetu zájmů atd. Podstatně rozsáhlejší než doposud je také úprava režimu pro jednání se zákazníky, např. je doplněna tzv. kategorizace zákazníků na profesionální a neprofesionální včetně pravidel pro její provádění, podrobná pravidla hodnocení vhodnosti investičních služeb a investičních nástrojů pro daného zákazníka, detailně je upraveno informování zákazníka, pravidla pro nakládání s pokyny a pro jejich provádění atp.
- Spolupráce orgánů dohledu jednotlivých členských států Evropské unie nad činnostmi hostitelských poskytovatelů investičních služeb a nad činnostmi přeshraničně působících regulovaných trhů.
- Zavedení institutu tzv. vázaného zástupce (tied agent) jakožto pověřence ("agenta") obchodníka s cennými papíry pro výkon vybraných činností.
- Změny v oblasti organizovaných trhů s investičními nástroji. Nově se zavádí jednotný režim pro regulovaný trh s investičními nástroji a pro jeho

⁵⁷ Důvodová zpráva k novele ZPKT, sněmovní tisk č. 420/0.

organizátora, tzn. není již nadále rozlišován trh burzovní a mimoburzovní. Jsou také modifikována pravidla pro přijímání investičních nástrojů na regulovaný trh. Další novinkou je možnost tzv. jednotného pasu organizátora regulovaného trhu.

- Vedle regulovaného trhu se zavádí tzv. mnohostranný obchodní systém (multilateral trading facility, "MTF"), jakožto trh, který musí plnit nižší míru požadavků oproti trhu regulovanému.
- V návaznosti na nárůst různorodosti tržních platforem se zavádí řada požadavků na transparentnost při obchodování s investičními nástroji v rámci různých tržních platforem (regulovaný trh, mnohostranný obchodní systém, OTC). Zejména jsou zaváděny nové požadavky na tzv. před-obchodní transparentnost (uveřejňování nabídek a poptávek po investičních nástrojích) a tzv. po-obchodní transparentnost (uveřejňování výsledků obchodů).
- Pro organizátory vypořádacích systémů se zavádí zákaz upřednostňování tuzemských účastníků před zahraničními a také možnost, aby vypořádací systém vypořádával obchody uzavřené na různých regulovaných trzích a to jak v tuzemsku, tak v zahraničí."

Tyto hlavní oblasti změn mají dopad i na obchodování s deriváty a na investiční služby poskytované v souvislosti s obchodováním s deriváty; úpravu poskytování investičních služeb spojených s deriváty uvádí následující kapitola. Dle zákona o podnikání na kapitálovém trhu jsou při poskytování investičních služeb spojených s deriváty, ale také všeobecně s dalšími investičními nástroji, důležité čtyři hlavní prvky těchto investičních vztahů:

- subjekty poskytování investičních služeb – poskytovatel investičních služeb a zákazník,
- předmět a obsah poskytování investičních služeb,
- platforma pro poskytování investičních služeb, resp. pro obchodování s investičními nástroji,
- dohled nad poskytováním investičních služeb, resp. ochrana zákazníků.

Následující části a kapitoly se budou věnovat všem jednotlivým prvkům investičních vztahů spojených s deriváty, pokud tak již nebylo učiněno v předcházejících kapitolách.

5.2 Poskytování investičních služeb v rámci obchodování s deriváty

5.2.1 Obecně k poskytování investičních služeb

Aby se dalo odpovědět na otázku, kdo může poskytovat investiční služby, je nejprve si nutné poskytování investičních služeb vymezit. ZPKT v § 4⁵⁸ rozděluje investiční služby na dvě hlavní oblasti – na hlavní investiční služby a na doplňkové investiční služby. Mezi hlavní investiční služby patří (odst. 2):

- přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů [písm. a)],
- provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka [písm. b)],
- obchodování s investičními nástroji na vlastní účet [písm. c)],
- obhospodařování majetku zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání [písm. d)],
- investiční poradenství týkající se investičních nástrojů [písm. e)],
- provozování mnohostranného obchodního systému [písm. f)],
- upisování nebo umístování investičních nástrojů se závazkem jejich upsání [písm. g)],
- umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání [písm. h)].

Poskytování investičních služeb spojených s derivátovými obchody se týkají všechny hlavní služby uvedené v tomto odst. 2 a není tak třeba rozlišovat mezi investičními nástroji obecně a finančními deriváty. Z doplňkových investičních služeb uvedených v § 4 odst. 3 jsou relevantní především:

- úschova a správa investičních nástrojů včetně souvisejících služeb [písm. a)],
- poskytování úvěru nebo půjčky zákazníkovi za účelem umožnění obchodu s investičním nástrojem [písm. b)],

⁵⁸ Pokud není uvedeno jinak, jednotlivá zákonná ustanovení se vztahují k zákonu o podnikání na kapitálovém trhu.

- poradenská činnost týkající se struktury kapitálu, průmyslové strategie a s tím souvisejících otázek [písm. c)],
- poskytování investičních doporučení a analýz [písm. d)],
- služby související s upisováním nebo umístováním investičních nástrojů [písm. f)] a také
- služby pod [písm. g)] vztahující se přímo k derivátům, resp. jejich podkladovým aktivům.

Dle § 4a hlavní investiční služby a doplňkovou investiční službu spočívající v úschově a správě investičních nástrojů včetně souvisejících služeb [§ 4 odst. 2 písm. a)] nesmí nikdo poskytovat bez povolení vydaného Českou národní bankou (dále i "ČNB"), pokud ZPKT nebo jiný zákon nestanoví jinak. Povolení k poskytování investičních služeb vydá Česká národní banka jen obchodníku s cennými papíry podle §§ 5 a 6. Hlavní investiční služby je tedy možné poskytovat jako obchodník s cennými papíry a s povolením od České národní banky, popřípadě také omezený okruh hlavních investičních služeb mohou poskytovat i investiční zprostředkovatelé (hlava V – Investiční zprostředkovatel části druhé – Investiční nástroje a investiční služby, § 29 a násl.) a vázaný zástupce (hlava VI – Vázaný zástupce, § 32a a násl.). Doplňkové služby [mimo služby v § 4 odst. 2 písm. a)] může poskytovat jakýkoli subjekt mající k takové podnikatelské činnosti příslušné oprávnění. Služby pod písm. f) by tak mohla poskytovat např. reklamní agentura, služby pod písm. c) např. společnost poskytující ekonomické poradenství, obě přitom podle zákona č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání (živnostenský zákon), ve znění pozdějších předpisů (dále "zákon č. 455/1991 Sb." nebo "živnostenský zákon").

Důležité je v tomto případě si uvědomit, že pod hlavní ani doplňkovou investiční činnost nespádají takové činnosti, které se týkají finančních nástrojů, které nejsou investičními nástroji podle § 3 ZPKT. Pokud by tedy existoval nějaký derivát, který by se nedal podřadit pod vymezení derivátů v § 3, mohlo by poskytování služeb spojených s takovýmto derivátem být prováděno jen na základě živnostenského nebo jiného zákona. Proto je správné vymezení derivátů klíčové a takové vymezení, které bylo účinné do 1. 7. 2008, tj. do nabytí účinnosti velké novely ZPKT, nebylo dostačující a nevytvářelo dostatečný rámec pro bezpečné poskytování investičních služeb

spojených s derivátovými obchody, jelikož při dnešní globalizaci finančních trhů může mít nedostatečné regulace dalekosáhlé následky, což je potvrzeno dalšími kapitolami.

O poskytování investičních služeb podle § 4 nejde také v případě uvedeném v § 4b odst. 1 písm. e), "jde-li o shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti za účelem jejich společného investování nebo jde-li o činnost a služby depozitáře vztahující se k takovému shromažďování." Tato činnost je náplní kolektivního investování podle zákona o kolektivním investování. Role derivátů v kolektivním investování je v dalších kapitolách také předmětem této práce, jejíž zaměření na finanční deriváty jako předmět poskytování *investičních služeb* je třeba vykládat v širším pojetí než jak investiční služby vymezuje zákon o podnikání na kapitálovém trhu v § 4 – investiční služby.

Investiční zprostředkovatel je osobou dle § 29 odst. 1, která není oprávněna poskytovat jinou hlavní investiční službu než investiční činnost uvedenou v § 4 odst. 2. písm. a) nebo e) týkající se investičních cenných papírů nebo cenných papírů kolektivního investování. Toto poskytování investičních služeb je aprobovanou výjimkou podle § 4a ZPKT z ustanovení, že hlavní investiční služby mohou poskytovat jen osoby s povolením od České národní banky k takové činnosti, jelikož investiční zprostředkovatel nemusí dle § 30 získat od České národní banky povolení ke své činnosti, jen se u této instituce musí předepsaným způsobem zaregistrovat.

Dle dikce § 29 odst. 1 však může investiční zprostředkovatel poskytovat jen služby týkající se investičních cenných papírů nebo cenných papírů kolektivního investování, nemůže tedy poskytovat služby týkající se derivátů, jak jsou vymezeny v § 3 odst. 1 písm. d) až k). Toto omezení nelze spatřovat jen v nedokonalosti nové právní úpravy, kdy část dotyčného § 29 odst. 1 byla novelizována zákonem č. 230/2008 Sb. a část nikoli, ale na záměr zákonodárce omezit služby poskytované investičními zprostředkovateli jen na služby týkající se "jednodušších" investičních nástrojů, kterými investiční cenné papíry a cenné papíry kolektivního investování v porovnání s různými formami derivátů jsou. Stejně tak z historické dikce tohoto ustanovení vyplývá, že investiční zprostředkovatelé měli možnost poskytovat služby spojené jen s investičními cennými papíry a cennými papíry kolektivního investování a nikoli zbývajícími investičními nástroji – nástroji, se kterými se obvykle obchoduje na peněžním trhu (dále "nástroji peněžního trhu") podle § 3 odst. 1 písm. c) ve znění platném do 1. 7. 2008, a deriváty podle písm. d) stejného ustanovení. Omezení zprostředkování služeb týkajících

se derivátů je na místě, jelikož jde o složité finanční nástroje; nicméně omezení dotýkající se i nástrojů peněžního trhu, které jsou často méně rizikové než akcie, by se dalo považovat za nepřiměřené a do budoucna by de lege ferenda mohl být rozšířen okruh poskytovaných služeb investičními zprostředkovateli o služby spojené s těmito nástroji peněžního trhu.

Jistá rozpornost právní úpravy je však spojena s § 32 odst. 5, kde se stanoví, že investiční zprostředkovatel vede evidenci přijatých a předaných pokynů týkajících se investičních nástrojů, nikoli evidenci týkající se investičních cenných papírů a cenných papírů kolektivního investování. Zákonodárce tedy použil širší pojem investičních nástrojů, aniž by však v tomto pojmu obsáhnul všechny investiční nástroje podle účinné právní úpravy. Lze vyjádřit názor, že nejde čistě jen o terminologický problém, ale o zásadnější nedostatek zákona o podnikání na kapitálovém trhu, který nedůsledně dodržuje terminologii a často opomíná, že investičními nástroji nejsou jen investiční cenné papíry a cenné papíry kolektivního investování, ale také právě nástroje peněžního trhu a hlavně mnohé derivátové nástroje uvedené v § 3 odst. 1 pod písmeny d) až k). Této problematice je věnována ještě stať v souvislosti s emisními podmínkami investičních nástrojů a evidencí investičních nástrojů v kap. 6.2.⁵⁹

Dalším subjektem, který dle ZPKT může poskytovat investiční služby spojené s deriváty, je vázaný zástupce, jenž dle § 32a odst. 1 a odst. 2 může poskytovat některé vybrané hlavní investiční služby obchodníkovi s cennými papíry, investičnímu zprostředkovateli a některým dalším osobám. K činnosti vázaného zástupce stačí jen zápis u České národní banky do seznamu vázaných zástupců, který je proveden na žádost vázaného zástupce. Zápis vázaného zástupce se od registrace investičního zprostředkovatele liší v tom, že Česká národní banka nezkontroluje žádost vázaného zástupce co do pravdivosti ani přesnosti předložených údajů. ČNB ani nepřezkoumává splnění podmínek pro zápis vázaného zástupce do seznamu. Tato benevolence vůči vázaným zástupcům je do jisté míry zjednodušením vztahu mezi vázaným zástupcem a zastoupeným, na druhou stranu však kontrola obsahové správnosti by Českou národní banku příliš nezatížila a přispěla by k vyšší právní jistotě obou smluvních stran smlouvy o zastoupení.

⁵⁹ Pojem "obchodníka s cennými papíry" pak ještě podtrhuje volné používání terminologie zákonodárcem, i když v tomto případě je terminologie hodně ovlivněna historickými souvislostmi.

Metodickou pomůckou pro interpretaci jednotlivých ustanovení ZPKT o investičních službách může být dokument Komise pro cenné papíry Metodika k investičním službám (MIS).⁶⁰ Tento dokument je však nutné vykládat s ohledem na změny, které přinesla novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu č. 230/2008 Sb.

5.2.2 Hlavní investiční služby

Seznam hlavních investičních služeb podle § 4 odst. 2 ZPKT byl uvedený v předcházející kapitole, stejně tak i úvod do poskytování investičních služeb. V této části by měly být blíže rozebrány jednotlivé hlavní investiční služby a v následující části jednotlivé doplňkové investiční služby podle § 4 odst. 3 ZPKT. Jelikož zákon o podnikání na kapitálovém trhu neposkytuje až na výjimky (např. § 4b) podrobnější instrukce a ustanovení ohledně obsahu jednotlivých investičních služeb (ani hlavních, ani doplňkových), je třeba právní interpretaci doplnit o interpretaci ekonomickou.

Přijímání, předávání a provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů

Hlavní investiční služba přijímání, předávání a provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů uvedená v § 4 odst. 2 písm. a) je jednou ze služeb, které mohou poskytovat nejen obchodníci s cennými papíry, ale také investiční zprostředkovatelé (podle ustanovení § 29 a násl.) a vázaní zástupci (podle ustanovení § 32a a násl.). Podrobněji k investičním zprostředkovatelům a vázaným zástupcům viz kapitolu výše. Služba spočívá v přijímání a předávání především obchodních pokynů ke zpracování. Službu provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka však může poskytovat jen obchodník s cennými papíry. Reálnou situací by tak mohlo být přijetí příkazu zákazníka (kterým se rozumí i kvalifikovaný zákazník v podobě profesionálního zákazníka podle § 2a i § 2b) investičním zprostředkovatelem a jeho další předání obchodníkovi s cennými papíry, který by příkaz podle § 4 odst. 2 písm. b) v rámci hlavní investiční služby provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka vykonal.

⁶⁰ Komise pro cenné papíry: Metodika k investičním službám (MIS), verze do veřejné diskuse, říjen 2005.

Z ustanovení § 63 upravujícího pravidla přístupu na regulovaný trh však dodatečně vyplývá, že účastníkem regulovaného trhu s cennými papíry může být i jiná osoba než obchodník s cennými papíry, pokud je důvěryhodná a odborně způsobilá, má dostatečnou schopnost a způsobilost obchodovat, má vhodné organizační předpoklady a disponuje dostatečnými finančními zdroji, zejména s ohledem na zajištění vypořádání obchodů. Pokud tato osoba má přístup na regulovaný trh a může na něm obchodovat, mohla by teoreticky i vykonávat obchodní příkazy, tj. vykonávat hlavní investiční činnost provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů. Jelikož však tato osoba nesplňuje požadavky podle § 4b, nemůže hlavní investiční službu v § 4 odst. 2 písm. b) poskytovat. Dikce ustanovení § 4 odst. 1 písm. b) obsahuje i důležitý dovětek přidaný velkou novelou ZPKT, že se jedná o pokyny vykonávané pro *zákazníka* (původní znění bylo "... pro jinou osobu").

Investiční služba přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů je rozšířena ustanovením § 4 odst. 4 i na zprostředkování obchodů s investičními nástroji. Pro zprostředkování obchodů tak nestačí jen uzavření smlouvy o zprostředkování podle občanského zákoníku nebo podle zprostředkovatelské smlouvy podle obchodního zákoníku, ale je k němu potřeba i povolení vydané Českou národní bankou. Požadavek povolení podle ZPKT zvyšuje jistotu klientů v právních vztazích a slouží k vyšší bezpečnosti finančního, resp. kapitálového trhu, jelikož zprostředkovatelské služby mohou poskytovat jen osoby splňující požadavky zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

Ohledně zprostředkování pokynů k obchodování judikovala již v lednu 2002 Komise pro cenné papíry v rozhodnutí KCP/03/2000⁶¹. V tomto rozhodnutí nyní již zrušená Komise pro cenné papíry, jejíž pravomoci přešly na Českou národní banku, vyjasnila, co se rozumí pod zprostředkováním kontaktu klientů s obchodníkem s cennými papíry, resp. co se za takovéto zprostředkování považovat nemůže a co spadá do regulované činnosti zprostředkování obchodních pokynů, resp. pod výkon obchodních pokynů na základě vlastní analýzy bez vědomí klienta. Komise pro cenné papíry doslova uvedla, že: "Povolení Komise pro cenné papíry je třeba též k podání

⁶¹ Komise pro cenné papíry: Z rozhodnutí komise – K obchodování bez povolení. Rozhodnutí KCP/03/2000 ze dne 30. ledna 2002.

příkazů k obchodům s deriváty jménem klienta třetí osobě na základě vlastní analýzy."⁶² I když příslušná ustanovení zákona o cenných papírech již byla zákonem č. 257/2004 Sb., kterým se mění některé zákony v souvislosti s přijetím zákona o podnikání na kapitálovém trhu, zákona o kolektivním investování a zákona o dluhopisech ("zákon č. 257/2004 Sb."), zrušena, rozhodnutí má stále svoji platnost a ukazuje, jak je důležité, aby investiční služba přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů byla řádně regulována, což je podpořeno i skutečností, že v předmětném případě byla klientům dané společnosti kvůli neodborné péči způsobena škoda ve výši 640 000 Kč.

Velice důležitým rozhodnutím je také rozhodnutí Komise pro cenné papíry KCP/15/2000⁶³, kde Komise pro cenné papíry rozebírá vztah mezi klientem, zprostředkovatelem a obchodníkem s cennými papíry podle tehdy účinného zákona o cenných papírech. Subjekt, kterého se rozhodnutí týká, poskytoval na základě komisionářské smlouvy zprostředkování obchodů s deriváty tím, že pokyny od klientů přijímal a předával je obchodníkovi s cennými papíry k provedení, aniž by měl jakékoli povolení k činnosti na kapitálovém trhu podle účinné právní úpravy⁶⁴.

Komise pro cenné papíry vyložila obsah investiční služby obstarání koupě nebo prodeje derivátu (resp. jakéhokoli investičního nástroje) extenzivním způsobem jako činnost skládající se z mnoha úkonů vedoucí k provedení pokynu souvisejícího s derivátem a zahrnující také např. přijetí takového pokynu od klienta a jeho předání obchodníkovi s cennými papíry a dále rozhodla, že pokud jedna strana činí jménem a na účet druhé smluvní strany právní úkony vůči straně třetí, nejde o zprostředkování, jak namítal účastník řízení, ale o mandát spadající pod úpravu obstarání koupě nebo prodeje derivátů.

Komise pro cenné papíry dále argumentovala ohledně poskytování investičních služeb spojených s deriváty; subjekt řízení namítal, že na obstarání koupě nebo prodeje derivátů se regulace nevztahuje, jelikož nespádají pod cenné papíry upravené v tehdejší § 8 zákona o cenných papírech, ale pod úpravu § 8b, a není k nim potřeba povolení podle § 46 odst. 2; Komise pro cenné papíry však správně uvedla, že obstarání koupě a prodeje derivátů je regulovanou činností podle § 46 odst. 3.

⁶² Komise pro cenné papíry: Z rozhodnutí komise – K obchodování bez povolení. Rozhodnutí KCP/03/2000 ze dne 30. ledna 2002.

⁶³ Komise pro cenné papíry: Z rozhodnutí komise – Rozhodnutí KCP/15/2000 ze dne 30. ledna 2002.

⁶⁴ Komise pro cenné papíry rozhodovala podle zákona o cenných papírech, ve znění zákona č. 15/1998 Sb. a předcházejících právních předpisů účinném od 1. dubna 1998 do 28. března 2000.

Mezi smluvní typy, které se uplatní při přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů, lze zařadit především komisionářskou smlouvu o obstarání koupě nebo prodeje cenného papíru podle § 28 a násl. zákona o cenných papírech a mandátní smlouvu o obstarání koupě nebo prodeje cenného papíru podle § 33 a násl. zákona o cenných papírech. Tytéž smluvní typy se uplatní i při derivátových obchodech, jelikož § 8a zákona o cenných papírech vztahuje úpravu smluvních typů podle § 13 a násl. i na obchody týkající se jiných investičních nástrojů než jen na cenné papíry.

Praktická aplikace výše uvedeného rozhodnutí Komise pro cenné papíry KCP/15/2000 při současné právní úpravě je již mizivá, stejně jako předchozího zmíněného rozhodnutí KCP/03/2000, ale obě poskytují příklad, jakých nezákonných praktik se účastníci kapitálových trhů dopouštějí a kterým směrem by právní úprava měla směřovat. Nejasnosti řešené v rozhodnutí KCP/15/2000 by již dnes nevyvstaly, jelikož činnost obstarání koupě nebo prodeje derivátů (resp. investičních nástrojů) je dnes jasně vymezená a rozdělená mezi dvě hlavní investiční služby – přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů a provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka.

Obchodování s investičními nástroji na vlastní účet

Obchodování s investičními nástroji na vlastní účet je pravděpodobně nejstarší investiční činností v českém právním řádu; ne všichni obchodníci s cenným papíry, kterých bylo ke dni 21. prosince 2009 zaregistrovaných 42⁶⁵, však mají povoleno tuto službu vykonávat. Např. společnost Conseq Investment Management, a.s. nebo Finance Zlín, a.s. mohou poskytovat jen některé investiční služby, Finance Zlín, a.s. mají navíc omezený i okruh investičních nástrojů, na které mohou investiční služby poskytovat. Naopak např. Československá obchodní banka nebo CYRRUS, a.s. mohou poskytovat všechny hlavní investiční služby (kromě provozování mnohostranného obchodního systému) a většinu doplňkových investičních služeb, a to pro jakékoli investiční nástroje vymezené v § 3 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Seznam obchodníků s cennými papíry a jiných regulovaných subjektů kapitálového trhu se dá najít na

⁶⁵ Údaje o registrovaných subjektech – Seznamy regulovaných a registrovaných subjektů finančního trhu vedené Českou národní bankou dostupné z <http://www.cnb.cz> nebo přímo na http://www.cnb.cz/cnb/JERRS.WEB07.INTRO_PAGE?p_lang=cz, přistoupeno 20. února 2010.

internetových stránkách České národní banky⁶⁶, což je s ohledem na transparentnost finančního trhu velice vhodné. Jakýkoli subjekt, např. zákazník, si může velice jednoduše ověřit, zda jeho protistrana má k zamýšlenému právnímu vztahu povolení, či nikoli. O hojném využívání těchto seznamů svědčí i statistika České národní banky, která uvádí vyhledávání seznamu bank a dalších subjektů finančního trhu jako jednu z nejpoužívanějších služeb pro veřejnost jejich internetového portálu www.cnb.cz.⁶⁷

Na kapitálovém trhu mohou obchodovat i fondy kolektivního investování, mezi které se řadí investiční fondy a podílové fondy. Samostatným právním subjektem je z fondů kolektivního investování pouze investiční fond; podílové fondy jako nesamostatné entity tedy budou k obchodování na kapitálovém trhu využívat služeb obchodníka s cennými papíry, popřípadě investičního zprostředkovatele nebo vázaného zástupce. Jelikož investiční fond je akciovou společností a může splňovat všechny podmínky pro udělení povolení České národní banky pro výkon činností obchodníka s cennými papíry, mělo by být možné, aby investiční fond obchodoval s investičními nástroji na vlastní účet podle § 4 odst. 1 písm. c) zákona o podnikání na kapitálovém trhu jako obchodník s cennými papíry. Tomuto však zabraňuje ustanovení § 6a a § 6b, které omezují možnou další podnikatelskou činnost obchodníka s cennými papíry pouze na činnosti spočívající v poskytování služeb vztahujících se ke stavebnímu spoření, hypotečním nebo jiným úvěrům, penzijnímu připojištění, v pronájmu bezpečnostních schránek, ve směnářské činnosti a bezhotovostním obchodu s cizí měnou a ve vzdělávací činnosti v oblasti finančního trhu. Obchodník s cennými papíry proto nemůže být zároveň i investičním fondem a vice versa. Tomu, že investiční fond nemůže být obchodníkem s cennými papíry a obchodovat na svůj účet, odpovídá i skutečnost, že dle záznamů České národní banky není žádný investiční fond obchodníkem s cennými papíry. Blíže ke kolektivnímu investování ještě v dalších kapitolách práce.

Vymezení další podnikatelské činnosti obchodníků s cennými papíry musí být dostatečně široké, aby zahrnulo většinu běžných činností komerčních bank, jelikož většina komerčních bank působících v České republice je zároveň obchodníky s cennými papíry, přičemž některé využívají pro obchodování s cennými papíry ještě

⁶⁶ Údaje o registrovaných subjektech: http://www.cnb.cz/cnb/JERRS.WEB07.INTRO_PAGE?p_lang=cz, přistoupeno 20. února 2010.

⁶⁷ Viz <http://www.cnb.cz/cs/index.html>, přistoupeno dne 20. února 2010.

svých dceřiných společností – např. Česká spořitelna, a.s. a její dceřiná společnost brokerjet České spořitelny, a.s.

Z hlediska de lege ferenda by se mohlo uvažovat o rozšíření další povolené činnosti obchodníka s cennými papíry na činnost investičních fondů, pro které by následně obchodování na finančních trzích bylo méně nákladné, a fondy by tak mohly svým akcionářům poskytovat vyšší výnosnost. Na druhou stranu investiční fondy musí být zřízené na omezenou dobu; výkon činnosti obchodníka s cennými papíry zaměřený na obchodování s investičními nástroji na vlastní účet by tak byl pravděpodobně neefektivní, jelikož při založení investičního fondu, resp. při podání žádosti o povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry, by musel fond vytvořit a prokázat zajištění dostatečného technického a personálního zázemí pro výkon této činnosti, jehož náklady by se pravděpodobně nedokázaly během relativně krátké doby činnosti investičního fondu amortizovat. Jelikož by fond s povolením k činnosti obchodníka s cennými papíry zřejmě nemohl poskytovat služby i jiným zákazníkům (fondům), musel by veškeré vstupní náklady, resp. náklady na vytvoření dostatečného technického a personálního zabezpečení a zajištění všech ostatních zákonných požadavků, nést tento fond sám.

Obhospodařování majetku zákazníka

Hlavní investiční služba obhospodařování majetku zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání podle § 4 odst. 1 písm. d) by se mohla zdát podobná službám pod písm. a) a b), ale je mezi nimi zásadní rozdíl. Při poskytování služby pod písm. d) může obchodník s cennými papíry obhospodařovat majetek zákazníka bez jeho výslovného souhlasu ke každé jednotlivé transakci. Jde tedy o obhospodařování majetku a nikoli jen mandátní vztah, zprostředkování nebo komisionářskou smlouvu. K podobnému závěru došla i Komise pro cenné papíry v již zmíněném rozhodnutí KCP/03/2000.

To, že jde o obhospodařování majetku, jehož součástí je i investiční nástroj, je důležité pro odlišení neregulovaných činností (činností neregulovaných zákonem o podnikání na kapitálovém trhu), jako by bylo např. obhospodařování nemovitostí a jiného majetku, které by spadalo pod úpravu občanského nebo obchodního práva. Smluvním ujednáním, které tato investiční činnost vyžaduje, pak bude především právě smlouva o obhospodařování cenných papírů doplněná o další smluvní vztahy. Z

pohledu praxe je tato služba často nazývána jako asset management neboli správa majetku zákazníka.

Smluvní zajištění asset managementu je komplikované a je třeba využít několika smluvních typů – smlouvy o obhospodařování cenných papírů podle § 37a zákona o cenných papírech, ve které musí být integrována též nezbytná ustanovení smlouvy o úschově cenných papírů podle § 34 zákona o cenných papírech a smlouvy o správě cenných papírů podle § 36 zákona o cenných papírech. Integraci smluv podle § 34 a 36 zákona o cenných papírech do obhospodařovatelské smlouvy může obchodník opominout v případech, kdy uzavírá zmíněné smlouvy se zákazníkem samostatně, tedy když bude obchodník s cennými papíry postupovat na základě jednotlivých mandátních nebo komisionářských smluv podle zákona o cenných papírech, resp. obchodního zákoníku, a zejména pak v případech, kdy zákazník svěřil úschovu a správu investičních nástrojů deponitáři nebo custodianovi, kterým je jiná osoba než poskytovatel investiční služby asset managementu.⁶⁸ I když zákon o cenných papírech v § 1 uvádí, že se vztahuje jen na vyjmenované cenné papíry, § 8a rozšiřuje jeho působnost i na jiné než uvedené investiční nástroje. I když § 37a odst. 3 operuje s pojmem investičních *instrumentů*, myslí se jimi pravděpodobně investiční nástroje podle § 8a ZCP, resp. § 3 ZPKT; ohledně těchto nástrojů ZCP stanoví, že jde-li o obhospodařování investičních instrumentů, může být obhospodařovatelem podle § 37a odst. 1 jen obchodník s cennými papíry, nevyplývá-li z povolení obchodníka s cennými papíry něco jiného. Podle § 4 odst. 2 však činnost vykonávanou na základě obhospodařovatelské smlouvy stejně může vykonávat jen obchodník s cennými papíry. Nicméně obhospodařovatelské smlouvy podle § 37a zákona o cenných papírech se užíje i v případě, pokud jde o asset management vykonávaný ohledně derivátových nástrojů.

Investiční poradenství týkající se investičních nástrojů

Vedle investiční činnosti spočívající v přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů je investiční poradenství týkající se investičních nástrojů podle § 4 odst. 1 písm. e) nejfrekventovanější poskytovanou hlavní investiční činností. Její značné rozšíření podporuje i skutečnost, že jde o službu, kterou mohou poskytovat i investiční zprostředkovatelé a vázaní zástupci. K 7. dubnu 2010 eviduje Česká národní

⁶⁸ Komise pro cenné papíry: Metodika k investičním službám, s. 17.

banka 9 614 vázaných zástupců a 9 054 investičních zprostředkovatelů.⁶⁹ Bližší obsah hlavní investiční služby poskytování investičního poradenství týkajícího se investičních nástrojů poskytuje § 4 odst. 5, který stanoví tyto hlavní prvky investičního poradenství:

- individualizace poradenství,
- přímě směřování k nakládání s investičními nástroji,
- poradenství ohledně konkrétního investičního nástroje (nebo uplatnění práva),
- na základě iniciativy zákazníka, potenciálního zákazníka, ale i obchodníka s cennými papíry.

Legální definice uvedená v odst. 5 však počítá s poskytováním poradenství bez vyžádání zákazníka nebo potenciálního zákazníka jen z podnětu obchodníka s cennými papíry a nikoli již z podnětu investičního zprostředkovatele nebo vázaného zástupce. Je otázkou, zda je opomenutí těchto dvou subjektů kapitálového trhu zákonodárcovým úmyslem, či nikoli. *Stricto sensu* by neměli investiční zprostředkovatelé a vázaní zástupci poskytovat zákazníkem nevyžádané investiční poradenství, což by bylo zásadním omezením jejich činnosti. Ani další ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu neposkytuje návod, jak k tomuto problému přistupovat.

Jelikož je omezení poskytování investičního poradenství investičním zprostředkovatelem jen na vyžádání zákazníka, popřípadě potenciálního zákazníka je stejně jako omezení poskytování investičních služeb investičním zprostředkovatelem jen na investiční cenné papíry a cenné papíry kolektivního investování (§ 29 odst. 1) opravdu zásadním omezením, měl by zákonodárce tato omezení jasně vyjádřit, jelikož podle účinné právní úpravy není omezení nevyvratitelné (viz např. § 32 odst. 5 hovořící o evidenci přijatých a předaných pokynů týkajících se *investičních nástrojů* a nikoli jen investičních cenných papírů a cenných papírů kolektivního investování).

Provozování mnohostranného obchodního systému

Mnohostranný obchodní systém je nově zavedenou platformou pro obchodování s investičními nástroji, která byla do českého právního řádu zavedena podle směrnice MiFID. Více k mnohostrannému obchodnímu systému a k provozování

⁶⁹ Údaje o registrovaných subjektech: http://www.cnb.cz/cnb/JERRS.WEB07.INTRO_PAGE?p_lang=cz, přistoupeno 20. února 2010.

tohoto systému v dalších kapitolách rozebírajících platformy pro obchodování s investičními nástroji.

Upisování nebo umístování investičních nástrojů

Tyto dvě hlavní investiční služby pod písm. g) a h) jsou téměř identické, ale liší se ve své ekonomické podstatě. Při umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání ze strany obchodníka s cennými papíry, který v rámci ekonomické terminologie vystupuje v tomto případě jako investiční banka, sice obchodník s cennými papíry (resp. investiční banka) pomůže zákazníkovi s emisí investičních nástrojů, ale nezaručí mu, že všechny emitované investiční nástroje budou odkoupeny. V případě umístování a upisování se závazkem upsání buď obchodník s cennými papíry přímo od zákazníka (v tomto případě emitenta) investiční nástroje nakoupí nebo v případě částečného prodeje emitovaných investičních nástrojů na trhu zbývajících neprodaných investičních nástrojů upíše obchodník s cennými papíry sám. Závazek upsání ze strany obchodníka s cennými papíry je pro zákazníka/emitenta výhodný, jelikož si zajistí prodej celé emise těchto investičních nástrojů za cenu předem dohodnutou s obchodníkem s cennými papíry. Mezi investiční nástroje umístované a upisované podle písm. g) a h) budou patřit především akcie a dluhopisy. Prvotní umístění akcií na trhu s veřejnou nabídkou se nazývá IPO – Initial Public Offering; detailnější problematika IPO však není předmětem této práce.

Ze smluvních typů týkajících se emise a upisování derivátových nástrojů přichází v úvahu smlouva o zprostředkování podle § 642 obchodního zákoníku nebo mandátní a komisionářská smlouva rovněž podle obchodního zákoníku.

5.2.3 Doplnkové investiční služby

Úschova a správa investičních nástrojů včetně souvisejících služeb

Tato investiční služba je důležitá hlavně z pohledu vedení evidence investičních nástrojů, jelikož pod ní podle § 4 odst. 6 spadá i vedení evidence navazující na centrální evidenci cenných papírů, samostatné evidence cenných papírů a evidence cenných papírů navazující na samostatnou evidenci cenných papírů. Správu investičních nástrojů je potřeba odlišit od obhospodařování investičních nástrojů, které umožňuje obchodníkovi s cennými papíry s obhospodařovanými investičními nástroji v rámci

smluvního ujednání libovolně nakládat, kdežto správa investičních nástrojů slouží např. jen k inkasu dividend, informování majitele investičních nástrojů o relevantních informacích aj.

Poskytování úvěru nebo půjčky zákazníkovi

Celý název investiční služby zní poskytování úvěru nebo půjčky zákazníkovi za účelem umožnění obchodu s investičním nástrojem, na němž se poskytovatel úvěru nebo půjčky podílí. Klíčovým je vztah mezi zákazníkem a obchodníkem s cennými papíry, resp. vztah obchodníka s cennými papíry k obchodu, který má být financovaný. Pokud by šlo o půjčku nebo úvěr od banky na nákup cenných papírů nebo jiných investičních nástrojů, aniž by banka do obchodu jakýmkoli způsobem vstupovala, nejednalo by se o investiční službu podle ZPKT, ale o předmět poskytování bankovních služeb podle zákona o bankách. Investiční službou se vztah věřitele a dlužníka stává až v momentě, kdy se věřitel v podobě obchodníka s cennými papíry na obchodu podílí, a to např. provedením pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka nebo jejich přijetím a předáním. V takovém případě jde o tzv. "margin trading", kdy si zákazník půjčí od svého obchodníka s cennými papíry a za získané finanční prostředky nakoupí investiční nástroje, přičemž finanční prostředky pro obchod musí být alespoň částečně kryty ze zdrojů zákazníka (tzv. margin).

S ohledem na derivátové obchody je důležité si uvědomit, jak volatilní může být hodnota derivátových nástrojů, což může mít za následek vysoké zadlužení zákazníka v případě obchodování na dluh (v případě margin tradingu), jelikož zákazník nepřichází jen o své peníze, ale znehodnocuje i vypůjčené finanční prostředky. ZPKT nijak neomezuje možnost obchodníků s cennými papíry poskytovat půjčky nebo úvěry na rizikové obchody s derivátovými nástroji, i když naprostá většina obchodníků s cennými papíry margin trading s deriváty neumožňuje právě s kvůli jejich vysoké rizikivosti. Nicméně, s ohledem na potřebnou stabilitu kapitálového trhu se lze domnívat, že určitá regulace poskytování půjček a úvěrů obchodníkem s cennými papíry zákazníkům na rizikové derivátové transakce by měla být zajištěna. Regulace okruhu finančních nástrojů, na které může obchodník s cennými papíry poskytovat půjčky a úvěry, by měla být regulována i s ohledem na možné zneužití ze strany obchodníka s cennými papíry, který by mohl přes poskytování vysoce rizikových půjček a úvěrů na derivátové obchody uměle ovlivňovat svoji finanční situaci, resp.

zvýhodňovat určitý okruh spřízněných zákazníků, např. zaměstnanců a vyvádět tak legálně finanční prostředky ze společnosti.

Ohledně investiční služby poskytování půjček a úvěrů již bylo vydáno i rozhodnutí Komise pro cenné papíry 10/SoO/16/2002/1⁷⁰, ve kterém byl vyjádřen rozdíl mezi poskytnutím půjčky nebo úvěru a zprostředkováním půjčky nebo úvěru, které není doplňkovou investiční službou: "Závěr, že pod pojem poskytování úvěru je možno podřadit i obstarání, resp. zprostředkování úvěru, není správný. Obchodník s cennými papíry poskytuje investiční službu podle § 8 odst. 3 písm. c) zákona o cenných papírech (dnes § 4 odst. 3 písm. b) zákona o podnikání na kapitálovém trhu – pozn. aut.) pouze v případě, je-li poskytovatelem úvěru sám (není přítom z hlediska posouzení činnosti rozhodné, jakým způsobem si obchodník s cennými papíry prostředky obstará)."

Poradenská činnost týkající se struktury kapitálu, průmyslové strategie

Poradenská činnost v tomto případě zahrnuje široký okruh služeb, a to nejen služeb poskytovaných obchodníky s cennými papíry, ale také mnohými dalšími subjekty podnikajícími podle živnostenského zákona. Jelikož jde o opravdu širokou oblast služeb, je její zařazení mezi doplňkové a nikoli hlavní investiční služby velice vhodné. Omezení poskytování těchto poradenských služeb jen na obchodníky s cennými by mělo dopad i mimo prostředí kapitálového trhu, jelikož se nejedná o služby s tímto trhem těsně spojené.

Poskytování investičních doporučení a analýz investičních příležitostí

Rozdíl mezi investičním doporučením a analýzou investičních příležitostí nemusí být pro neinformovaného zákazníka na první pohled jasný. § 4 odst. 7 stanoví, co se rozumí pod analýzou investičních doporučení, § 4 odst. 8 stanoví požadavek uvedení stanoviska ohledně současné nebo budoucí hodnoty nebo ceny předmětného investičního nástroje. Jelikož § 4 odst. 9 připouští, aby analýza investičních příležitostí byla i investičním doporučením, lze dovodit, že analýza investičních příležitostí může být podmnožinou investičních doporučení. Ta jsou definována v § 125 odst. 6 jako informace, které přímo či nepřímo doporučují konkrétní investiční rozhodnutí týkající

⁷⁰ Rozhodnutí Komise pro cenné papíry 10/SoO/16/2002/1.

se finančního nástroje⁷¹ nebo emitenta finančního nástroje. Oproti vymezení analýzy investiční příležitosti se tak investiční doporučení vztahuje na konkrétní rozhodnutí ohledně finančního nástroje nebo emitenta finančního nástroje, kdežto analýza investiční příležitosti se vztahuje jen k investiční strategii nebo příležitosti. Částečné překrývání obou definic je zmíněno právě v § 4 odst. 8.

V § 15b je uveden požadavek, aby jakékoli doporučení, které nesplňuje požadavky na investiční doporučení nebo analýzu investičních příležitostí a je rozšiřováno mezi zákazníky a veřejnost, obsahovalo upozornění, že doporučení nesplňuje požadavky ZPKT kladené na investiční doporučení nebo analýzu investičních příležitostí. Tato ochrana zákazníka je ještě dále zpřísněna v § 15c, na základě kterého musí obchodník s cennými papíry všechny informace v daném doporučení uzpůsobit vnímání osoby s průměrnou intelektuální úrovní, obezřetností a rozpoznávací schopností v postavení zákazníka. Jelikož problematika kapitálových trhů je poměrně složitá, jedná se o dost přísný požadavek, který je však v souladu s potřebou stabilního a transparentního kapitálového trhu. Detailní požadavky na prezentaci investičních doporučení jsou stanovena ve vyhlášce Komise pro cenné papíry, která byla přijata ještě před účinností velké novely ZPKT a platí dodnes.⁷² S ohledem na vývoj historický vývoj na zahraničních kapitálových trzích by se dalo považovat za vhodnější neumožnit rozšiřování jakýchkoli doporučení pro veřejnost týkajících se investičních nástrojů, které by nepodléhaly regulaci podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Důvodem je právě hojné využívání národních zákonných ustanovení obdobných ustanovení § 15b odst. 2 umožňujících za předem daných podmínek rozšiřovat taková doporučení a analýzy, které by nemusely naplňovat zákonné požadavky, bez dostatečného naplnění národních ustanovení obdobných § 15c ZPKT.

⁷¹ Zákon o podnikání na kapitálovém trhu zde využívá termínu "finanční nástroj" místo termínu "investiční nástroj", jelikož předmětem úpravy mají být jen nástroje obchodované na regulovaných trzích. Definicí finančního nástroje uvádí § 124 odst. 1 ZPKT: "...investiční nástroj nebo jiný nástroj, který byl přijat k obchodování na regulovaném trhu členského státu Evropské unie nebo o jehož přijetí k obchodování na regulovaném trhu členského státu Evropské unie bylo požádáno (dále jen "finanční nástroj")."

⁷² Vyhláška Komise pro cenné papíry č. 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení, která nabyla účinnosti 31. března 2006.

Provádění devizových operací souvisejících s investičními službami

Tato služba doplňuje okruh služeb, které mohou vykonávat obchodníci s cennými papíry na základě povolení ČNB, přičemž bez této služby by nemohli obchodníci s cennými papíry provádět pokyny týkající se investičních nástrojů na účet zákazníka v případě, že by zákazník neměl na účtu u obchodníka finanční prostředky v měně investičního nástroje, ale jen v měně jiné. Služba provádění devizových operací souvisejících s investičními službami tudíž především ulehčuje zákazníkům a obchodníkům s cennými papíry obchodování s investičními nástroji v zahraničních měnách.

Služby související s upisováním nebo umístováním investičních nástrojů

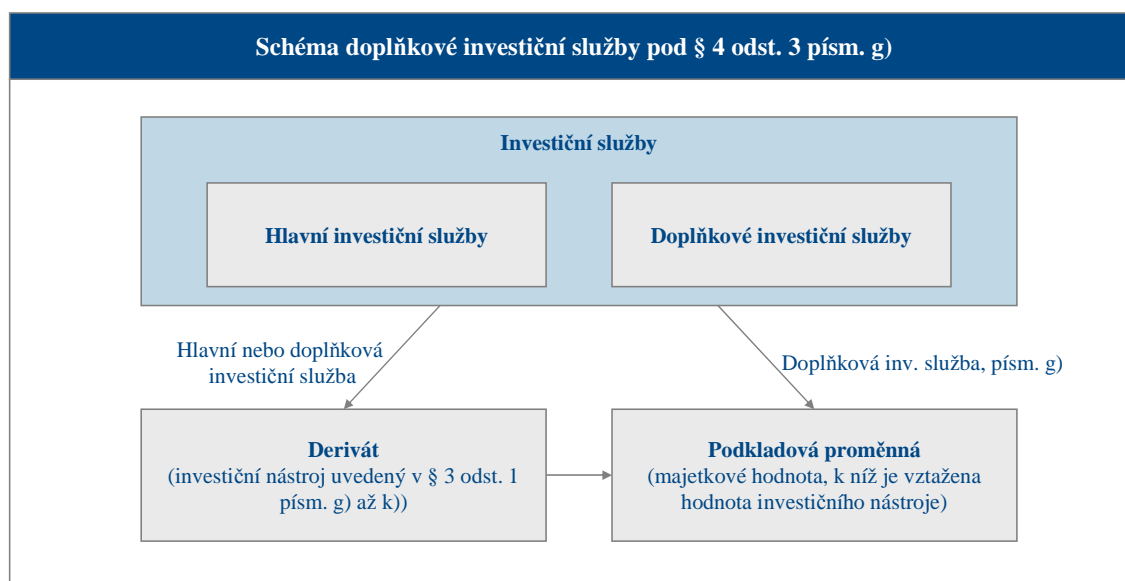
Stejně jako poradenské služby, i služby související s upisováním a umístováním investičních nástrojů zahrnují široký okruh služeb, přičemž jejich detailní rozbor by měl být předmětem spíše ekonomicky zaměřené práce.

Investiční služby týkající se derivátů

Pro pochopení této investiční služby je důležité si představit celý vztah popisovaný v § 4 odst. 3 písm. g) obsahující následující prvky schematicky znázorněné na obrázku níže.

- majetková hodnota jako pokladové aktivum k derivátu,
- derivát – investiční nástroj uvedený v § 3 odst. 1 písm. g) až k),
- investiční služba poskytovaná k derivátu a
- činnost podobná investiční službě poskytované k derivátu vztahující se však k podkladovému aktivu derivátu.

Obr. 3: Schéma prvků doplňkové investiční služby podle § 4 odst. 3 písm. g)



Zdroj: Zákon o podnikání na kapitálovém trhu, § 4 odst. 3 písm. g)

Pod tuto službu tedy spadají takové činnosti, které připomínají poskytování hlavních nebo doplňkových investičních služeb, přičemž se však nemůže jednat o takové služby, jelikož se nevztahují k investičnímu nástroji, ale k podkladovému aktivu derivátu a hlavní i doplňkové investiční služby se vždy týkají pouze investičních nástrojů (kromě investiční služby právě podle § 4 odst. 3 písm. g)). Konkrétní službou by tedy mohlo být poskytování poradenství ohledně očekávaného pohybu inflace, pokud by obchodník s cennými papíry zároveň klientovi poskytoval poradenství ohledně derivátů, jejichž podkladovým aktivem by byla výše inflace v budoucích letech. Pokud by se však jednalo o poradenství ohledně budoucího vývoje inflace, aniž by obchodník s cennými papíry (resp. jiná osoba) poskytovala poradenství anebo jinou investiční službu ohledně investičních nástrojů, které by se k výši inflace vztahovaly, nešlo by o službu podle § 4 odst. 3 písm. g), ale např. o živnostenskou činnost podle živnostenského zákona, a tedy o činnost nespádající pod regulaci zákonem o podnikání na kapitálovém trhu. Podobným příkladem by bylo poskytování poradenství ohledně vývoje poptávky a nabídky po komoditách, resp. po vývoji jejich cen. Pokud by však s tímto poradenstvím bylo spojené i poradenství ohledně derivátů na předmětné komodity, o doplňkovou investiční službu by se jednalo.⁷³ Také, pokud by se jednalo o

⁷³ V tomto případě by ještě bylo potřeba určit, zda se jedná o komoditní deriváty podle ZPKT a tím o investiční nástroje, nebo o takové deriváty, které investičními nástroji nejsou, přičemž jsou deriváty např.

poradenství nikoli k budoucím očekávaným hodnotám inflace, ale k očekávanému vývoji cen akcií, šlo by o poradenství ve smyslu § 4 odst. 2 písm. e), tj. o hlavní investiční službu investičního poradenství týkajícího se investičních nástrojů.

Z pohledu zákazníka obchodníka s cennými papíry je uvedení této doplňkové služby vítané, jelikož mu zajišťuje vyšší odbornost poskytovaných služeb, než pokud by nešlo o službu regulovanou, na kterou musí obchodník s cennými papíry získat povolení od České národní banky. Povolení pro obchodníka s cennými papíry od ČNB tak figuruje jako jakási garance zákazníkovi, že poradenské služby mu poskytované budou na řádné odborné úrovni.⁷⁴ Na druhou stranu by se z pohledu legislativní techniky nemuselo jednat o samostatnou investiční službu, ale jen o zákonné doplnění obsahu investičních služeb týkajících se derivátů i o poradenství k jejich podkladovým aktivům, jelikož v praxi bude asi vždy poradenství k derivátům spojené i s poradenstvím k jejich podkladovým aktivům. Jen těžko si lze představit poradenství ke konkrétnímu derivátovému nástroji, např. kupní opci na akcie společnosti ČEZ, a.s. bez poradenství ohledně samotného vývoje cen těchto akcií. I když směrnice MiFID tuto doplňkovou investiční službu výslovně zmiňuje v Příloze I oddíle B odst. 7, jde jen o směrnici, u které konkrétní způsob transpozice je na rozhodnutí jednotlivých států a není ji potřeba přejímat doslova.

5.3 Ochrana zákazníků

Pro poskytování investičních služeb stanoví zákon o podnikání na kapitálovém trhu několik základních principů pro ochranu zákazníků využívajících služeb obchodníka s cennými papíry, investičního zprostředkovatele nebo vázaného zástupce. Mezi hlavní prvky ochrany zákazníků patří především:

- rozdělení zákazníků na zákazníky, kteří nejsou profesionálními zákazníky (dále "neprofesionální zákazníci"), a profesionální zákazníky (§ 2a a § 2b), přičemž na poskytování investičních služeb neprofesionálním zákazníkům se vztahují přísnější podmínky;

podle zákona o komoditních burzách. K problematice komoditních derivátů blíže v ostatních částech práce.

⁷⁴ Povolení od ČNB musí k této i dalším doplňkovým investičním službám (kromě doplňkové investiční služby v § 4 odst. 3 písm. a) ZPKT) získat jen obchodník s cennými papíry, jelikož jiné subjekty mohou služby poskytovat i jen podle živnostenského zákona, což obchodníci s cennými papíry vzhledem k omezením podle §§ 6a a 6b na jejich další podnikatelskou činnost nemohou a potřebují povolení ČNB.

- vytvoření rizikového profilu zákazníka s ohledem na jeho zkušenost s investováním a cíly jeho investiční aktivity,
- provádění příkazů zákazníka za nejlepších podmínek,
- informační povinnost vůči zákazníkům.

5.3.1 Rozdělení zákazníků podle rizikového profilu

Jelikož účastníky kapitálového trhu jsou různé osoby, resp. různé instituce, je nutné zabezpečit jejich přístup na kapitálový trh odpovídající jejich potřebám, avšak zároveň zajistit i ochranu neprofesionálních investorů, resp. zákazníků. Investování na kapitálovém trhu se dá považovat za vysoce odbornou činnost, ke které ne každý má odborné předpoklady, přičemž neodborným investováním by se mohl zákazník dostat do značných finančních potíží. S tohoto důvodu rozděluje zákon o podnikání na kapitálovém trhu zákazníky na dvě skupiny:

- zákazníci, kteří nejsou profesionálními zákazníky, a
- profesionální zákazníci.

Pokud není vymezeno jinak, je zákazník neprofesionálním zákazníkem, proto stanoví zákon o podnikání na kapitálovém trhu případy, kdy je zákazník zákazníkem profesionálním. ZPKT uvádí dvě možnosti – podle § 2a jsou zákazníci profesionálními zákazníky automaticky a nemohou se tohoto postavení nijak zřeknout. § 2b určí případy, kdy je možné na žádost zákazníka, považovat i neprofesionálního zákazníka za zákazníka profesionálního. Instituce, které jsou automaticky považované za profesionálního zákazníka jsou většinou finanční instituce (banky, pojišťovny, zajišťovny, investiční společnosti, investiční fondy a další finanční instituce podle § 2a odst. 1), ale také jiné právnické osoby založené na účelem podnikání (nebo zahraniční osoby založené za účelem podnikání), pokud splňují alespoň 2 ze 3 následujících kritérií:

- celková výše aktiv odpovídající částce alespoň 20 mil. EUR,
- čistý roční obrat odpovídající částce alespoň 40 mil. EUR,
- vlastní kapitál odpovídající částce alespoň 2 mil. EUR.

Podle ustanovení § 2a odst. 3 a 4 je však možné, aby si profesionální zákazník dohodl s obchodníkem s cennými papíry, aby na něj nahlížel jako na neprofesionálního zákazníka v rozsahu smluvených investičních služeb nebo investičních nástrojů. Na profesionálního zákazníka se také nahlíží jako na neprofesionálního, pokud ho za takového zákazníka obchodník s cennými papíry prokazatelně považuje

Pokud by České aerolinie, o jejichž hedgingu se zmiňovaly předcházející kapitoly, využívaly investičních služeb poskytovaných obchodníkem s cennými papíry, musely by vzhledem ke svému obratu za rok 2008 ve výši cca 900 mil. EUR, vlastnímu kapitálu ve výši cca 4 mil. EUR a aktivům v celkové výši cca 400 mil. EUR být považovány za profesionálního zákazníka, pokud by nevyužily možnosti vyčlenění podle § 2a odst. 3 a 4. Československá obchodní banka, jejíž derivátové obchody jsou v práci též rozebírány, by byla také profesionálním zákazníkem, jelikož jde o banku ve smyslu § 2a odst. 1 písm. a). Jelikož Československá obchodní banka je sama obchodníkem s cennými papíry, může na základě uděleného povolení od České národní banky obchodovat s investičními nástroji na vlastní účet dle § 4 odst. 2 písm. c) bez využití služeb jiného obchodníka s cennými papíry.

Profesionálním zákazníkem se dále může na vlastní žádost stát i osoba, která podle § 2b odst. 2 splňuje alespoň 2 ze 3 následujících kritérií týkajících se nástrojů uvedených v žádosti:

- provedení alespoň 10 významných transakcí v každém z posledních 4 čtvrtletí,
- objem peněžních prostředků a hodnota investičních nástrojů alespoň 500 000 EUR a
- výkon alespoň roční činnosti v oblasti finančních trhů vyžadující znalost investičních obchodů nebo služeb.

Z uvedeného vyplývá, že profesionálním zákazníkem (investorem) se může stát jen větší právnická osoba, instituce finančního trhu nebo fyzická osoba, která působí na kapitálovém trhu ve větším rozsahu. Fyzická osoba, byť by byla odborníkem na kapitálové trhy, bez větších finančních prostředků se profesionálním zákazníkem stát nemůže. S dělením na profesionální a neprofesionální zákazníky souvisí rozsah informační povinnosti obchodníka s cennými papíry vůči zákazníkovi, jak se rozebírá v dalších kapitolách.

5.3.2 Poskytování investičních služeb s ohledem na profil zákazníka

Rozdělení zákazníků na profesionální zákazníky a ty, kteří nejsou profesionálními zákazníky, má vliv jednání obchodníka s cennými papíry se zákazníky podle § 15 a násl. Pokud se v této souvislosti mluví o obchodníkovi s cennými papíry, myslí se jím i investiční zprostředkovatel, který má vůči zákazníkovi stejné povinnosti jako obchodník s cennými papíry v rozsahu ustanovení §§ 15a až 15r a ustanovení § 15 odst. 3 a 4 se na něj použijí přiměřeně (podle § 32 odst. 3). Pro profesionální zákazníky ZPKT výrazně omezuje informační povinnosti obchodníka s cennými papíry, jejichž detaily stanoví §§ 2c a 2d. Rozdíl v informačních povinnostech a v jednání obchodníka s cennými papíry je i mezi profesionálními zákazníky podle jednotlivých ustanovení. Nejužší povinnosti zákon ukládá obchodníkovi s cennými papíry při poskytování finančním institucím, které jsou profesionálními zákazníky podle § 2a odst. 1, dále velkým společnostem podle § 2a odst. 2. Nejprísnejší pravidla se s profesionálních zákazníků vztahují na profesionální zákazníky na žádost podle § 2b.

Úprava jednání obchodníka s cennými papíry vůči zákazníkům spočívá na několika základních oblastech, přičemž první čtyři oblasti závisí na rozdělení zákazníků na profesionální a neprofesionální:

- obecné povinnosti při jednání se zákazníky,
- komunikace se zákazníky,
- informování zákazníků,
- vyžadování informací od zákazníků a
- provádění příkazů za nejlepších podmínek (předmětem samostatné kapitoly).

Rozdělení požadavků na ochranu zákazníka podle toho, zda se jedná o neprofesionálního zákazníka, nebo profesionálního zákazníka má své opodstatnění; u profesionálních zákazníků se dá předpokládat, že mají na rozdíl od neprofesionálních zákazníků dostatečné odborné znalost a zkušenosti, dostatečné finanční zázemí a dostatečné technické a jiné předpoklady k obchodování s investičními nástroji, což mimo jiné uvádí např. § 2c. Různé povinnosti obchodníků s cennými papíry vůči jednotlivým okruhům zákazníků tak na jednu stranu zajišťují dostatečnou ochranu méně kvalifikovaných zákazníků (neprofesionálních zákazníků), na stranu druhou příliš nezatěžují poskytování investičních služeb těm zákazníkům, kteří takto zvýšenou

zákonnou ochranu nepotřebují (profesionální zákazníci). De lege ferenda by se mohlo uvažovat i o prohlubování a rozšiřování tohoto principu, jak navrhuje některé níže uvedené statě.

Obecné povinnosti při jednání se zákazníky

Při poskytování investičních služeb musí obchodník s cennými papíry postupovat kvalifikovaně, čestně, spravedlivě a v nejlepším zájmu zákazníka. Tyto základní povinnosti musí obchodník s cennými papíry dodržovat i při jednání s potenciálním zákazníkem. Pokud by nebyl potenciální zákazník zahrnut mezi osoby požívající ochrany zákona o podnikání na kapitálovém trhu, šlo by o velkou slabinu právní regulace, jelikož především vůči potenciálním klientům vyvíjejí podnikatelské subjekty agresivní nátlak za účelem využití obchodnických služeb. Při agresivní kampani obchodníci často nesledují nejlepší zájem zákazníka, ale především zájem svůj. V aplikační praxi bude velice obtížné stanovit, co nejlepší zájem zákazníka je; při rozhodování o tomto pojmu by měl regulátor postupovat co nejvíce extenzivně, aby zajistil řádné dodržování litery a ducha zákona a ustanovení § 15 nebyla jen ustanoveními, jejichž dodržování nebude být prakticky vymáháno. K ustanovení, které zakazuje obchodníkovi s cennými papíry poskytovat, nabízet nebo přijímat jakékoli pobídky, byl vydán prováděcí právní předpis, vyhláška č. 237/2008 Sb., o podrobnostech některých pravidel při poskytování investičních služeb (dále "vyhláška č. 237/2008 Sb."), která dále rozvádí i další ustanovení části ZPKT o jednání obchodníka s cennými papíry se zákazníky.

Komunikace se zákazníky

Při komunikaci se zákazníky by měl obchodník s cennými papíry postupovat v souladu s nejvyššími standardy a neměly by dle § 15a odst. 1 používat nejasných, nepravdivých, zavádějících nebo klamavých informací. Veškeré poskytnuté informace musí obchodník s cennými papíry přizpůsobit vnímání osoby s průměrnou intelektuální úrovní, obezřetností a rozpoznávacími schopnostmi. Při komunikaci se zákazníky nesmí být zdůrazňovány přednosti investování před jeho negativy, přičemž šíření údajů o historických výnosech a očekávaných budoucích výnosech podléhá detailní regulaci vyhlášky č. 237/2008 Sb., aby nemohly být tyto údaje na základě statistických a prezentačních metod zkreslovány.

S komunikací vůči zákazníkovi je spojeno i poskytování analýz investičních příležitostí a poskytování investičních doporučení. Tyto dva instituty zákona o podnikání na kapitálovém trhu byly již analyzovány v předcházejících částech této práce.

Informování zákazníků

Poskytování informací zákazníkům o obchodníkovi s cennými papíry je obsaženo v §§ 15d až 15g. Cílem těchto ustanovení je poskytnout zákazníkovi všechny potřebné údaje o obchodníkovi s cennými papíry, který zákazníkům poskytuje služby, resp. který potenciálním zákazníkům své služby teprve nabízí. Zákazníkovi je tak zajištěno informování o obchodníkovi s cennými papíry před uzavřením smluvního vztahu a i v jeho průběhu. ZPKT počítá při informační povinnosti i s hojným využíváním elektronické komunikace a uveřejňování informací na místech dostupných elektronickými prostředky. S ohledem na stále větší využívání investičních služeb prostřednictvím elektronických prostředků za vhodné a de lege ferenda by se mohlo uvažovat i o větším zaměření se na elektronickou komunikaci, resp. o nahrazení primární papírové komunikace podle § 15e písm. a) za prostředky elektronické komunikace. S postupným uvolňováním poskytování přeshraničních služeb a přijetím, resp. nabytím účinnosti zákona č. 222/2009 Sb., o volném pohybu služeb, ve znění pozdějších předpisů (dále "zákon o volném pohybu služeb" nebo "zákon č. 222/2009 Sb.") by ještě větší důraz na elektronickou komunikaci byl žádoucí.

Vyžadování informací od zákazníků

S velkou novelou zákona o podnikání na kapitálovém trhu byl do českého práva kapitálového trhu včleněn i institut vyžadování informací od zákazníků (§§ 15h až 15k), jehož primárním úkolem je zjistit, zda konkrétní provedení investiční služby odpovídá finančnímu zázemí zákazníka, jeho investičním cílům a odborným znalostem a zkušenostem potřebným pro pochopení souvisejících rizik. Tato ustanovení jsou základním stavebním kamenem ochrany zákazníků před rizikovostí investičních obchodů, které by si díky omezeným znalostem a zkušenostem nemusel zákazník uvědomit. Vyžadování informací od zákazníků se do značné míry týká především poskytování investičních služeb spojených s derivátovými nástroji, jelikož tyto jsou oproti ostatním nástrojům kapitálového trhu vysoce rizikové a ztráty z obchodů velice

jednoduše mohou dosáhnout až 100 % investované částky. V některých případech dokonce není případná ztráta počáteční investicí vůbec limitovaná.⁷⁵

Při poskytování hlavních investičních služeb spočívajících v obhospodařování majetku zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání a investiční služby poskytování investičního poradenství týkajícího se investičních nástrojů se od zákazníka vyžadují informace, které se následně vyhodnotí, o:

- odborných znalostech v oblasti investic,
- zkušenostech v oblasti investic,
- finančním zázemí a
- investičních cílech.

Pokud obchodník s cennými papíry vyhodnotí informace získané od zákazníka tak, že zákazník nemá dostatek odborných znalostí nebo zkušeností v oblasti investic, nemá dostatečné finanční zázemí nebo jeho investiční cíle neodpovídají vyžadované investiční službě, investiční službu neposkytne. Poskytnutí investiční služby taktéž odmítne, pokud informace od zákazníka neobdrží nebo bude mít pochybnosti o jejich správnosti. Poněkud odlišný přístup je však konstruován u poskytování ostatních hlavních investičních služeb, u kterých se sice vyžaduje poskytnutí informací o:

- odborných znalostech v oblasti investic,
- zkušenostech v oblasti investic, ale

jejich negativní vyhodnocení nebo neposkytnutí zákazníkem nezabraňuje obchodníkovi s cennými papíry v poskytnutí vyžadované služby, ale obchodník s cennými papíry jen musí zákazníka upozornit, že jeho odborné znalosti a zkušenosti v oblasti investic neodpovídají vyžadované investiční službě, resp. že nemůže vyhodnotit, zda zákaznickovy odborné znalosti a zkušenosti v oblasti investic požadované službě odpovídají. Nezbytným požadavkem samozřejmě je, aby obchodník s cennými papíry nevybízel zákazníka k neposkytování vyžadovaných informací, což se bude v praxi velice obtížně kontrolovat.

⁷⁵ Blíže viz např. kap. 4.3.2.

Zákonná ochrana u poskytování investičních služeb asset managementu a poskytování investičních doporučení je tak silnější než v případě ostatních hlavních investičních služeb, přičemž je tato ochrana vyšší i než jak požaduje směrnice MiFID, která u asset managementu a poskytování investičních doporučení vyžaduje, aby na základě získaných informací od zákazníka mohl obchodník s cennými papíry zákazníkovi nebo potenciálnímu zákazníkovi doporučit investiční službu a finanční nástroje, které jsou pro něj vhodné (čl. 19 odst. 4 směrnice MiFID). O zákazu poskytnutí uvedených hlavních investičních služeb se ve směrnici nehovoří. Lze se domnívat, že vyšší stupeň ochrany by mohl být zakotven i u dalších hlavních investičních služeb, obzvláště s ohledem na jednotlivé hlavní investiční služby – přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů a provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka, které mohou mít vyšší negativní dopad na zákazníka než např. poskytnutí investičního doporučení obchodníkem s cennými papíry. Hlavní investiční služby provozování mnohostranného obchodního systému, upisování nebo umisťování investičních nástrojů se závazkem jejich upsání a umisťování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání pak patří spíše mezi služby, které se neprofesionálních zákazníků týkat nebudou.

Na tomto místě nutno připomenout, že pravidla vyžadování informací od zákazníků se vztahují především na neprofesionální zákazníky, jelikož se dle § 2c odst. 1 předpokládá, že profesionální zákazníci mají pro účely těchto ustanovení dostatečné odborné znalosti a zkušenosti. Rovněž se dle § 2c odst. 2 předpokládá, že profesionální zákazníci, kteří nejsou profesionálními zákazníky na žádost, mají i dostatečné finanční zázemí pro riziko podstupované v souladu s jejich investičními cíli. Detailnější povinnosti obchodníka s cennými papíry při získávání informací od profesionálních zákazníků jsou uvedeny v § 2d. Výše navrhané zpřísnění poskytování hlavních investičních služeb v souvislosti s vyhodnocením informací od zákazníků by mohlo být následně korigováno výjimkami, kdy by zákaz poskytnutí investiční služby neplatil, resp. omezeními požadavků na získávání informací od zákazníků, jak to činí např. právě § 2d nebo § 15k.

5.3.3 Provádění pokynů za nejlepších podmínek

Směrnice MiFID přinesla kromě vyžadování informací od zákazníků a přizpůsobení poskytovaných investičních služeb profilu zákazníka další významný

prvek ochrany zákazníka, kterým je požadavek na provádění pokynů za nejlepších podmínek pro klienta ("best execution"). Tento požadavek byl do českého právního řádu přenesen v podobě § 15l a násl. zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Nejlepším provedením pokynu zákazníka je takové provedení, které dle § 15l odst. 1 zohledňuje:

- dosažitelnou cenu,
- celkový objem poplatků,
- rychlost provedení pokynu,
- pravděpodobnost provedení pokynu,
- objem požadovaného obchodu,
- podmínky pro vypořádání,
- typ pokynu a
- jakékoli jiné pro pokyn významné faktory.

Výše uvedené požadavky, především pak požadavek na celkový objem poplatků, by měly zabránit i tzv. "churningu", což je nežádoucí jev, kdy obchodník s cennými papíry poskytující asset management pro zákazníka generuje svůj příjem pomocí četných provizí z nadměrného obchodování se zákaznickovým majetkem bez většího ekonomického opodstatnění. O churning by se také mohlo jednat v případě, že by obchodník s cennými papíry vybízel zákazníka samotného k co nejčastějšímu obchodování, čímž by se opět obchodníkovi s cennými papíry generovaly na úkor zákazníka provize z obchodování. I tento druh nekalého jednání by měl být schopen ZPKT reflektovat, a to nikoli pomocí § 15l, který se vztahuje jen na provedení pokynů, ale spíše pomocí obecného § 15, konkrétně jeho odst. 1. Extenzivním výkladem tohoto ustanovení by se dalo dojít k závěru, že všechny investiční služby by měly reflektovat požadavky § 15l, resp. že zohlednění skutečnosti uvedených v § 15l odst. 1 písm. a) až h) spadá pod kvalifikované, čestné a spravedlivé poskytování investičních služeb, které je v nejlepším zájmu zákazníka.

Velice důležitým ustanovením doplňujícím pravidla pro provádění pokynů za nejlepších podmínek je § 15o – zpracování pokynů. Ustanovení se vztahuje na nečestný jev tzv. "bucketingu", kdy obchodník (v tomto případě tzv. "bucket shop") přijme pokyn zákazníka s určitým kurzem investičního nástroje a pokud od přijetí pokynu k jeho

vykonání kurz poklesne, zákazník zaplatí vyšší kurz a obchodník si ponechá rozdíl. Možná je i opačná situace, kdy je sice pokyn proveden za nižší kurz, ale zákazníkovi je naúčtován kurz pozdější, tj. vyšší. Ustanovením § 15o se omezuje i další nežádoucí jev, tzv. "circular trading", kdy obchodník mající informaci o budoucím zákazníkovi nákupu nebo prodeji investičního nástroje nejdříve uskuteční vlastní pokyn, následně až provede pokyn zákazníka a arbitrážně tímto obchodem získá bezrizikový výnos. Jednotlivá ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu by měla být v závislosti na rozhodovací praxi schopna postihovat i další nekalé praktiky, jako např. tzv. "front running", kdy obchodník opět s informací o budoucí transakci učiní transakci na vlastní účet, která bude profitovat z provedení očekávané transakce. Oproti circular tradingu se jedná o činnost, kdy je mezi transakcí obchodníka a vykonáním pokynu zákazníka větší časová prodleva.

S ohledem na poměrně podrobnou, ale zároveň dostatečně obecnou regulaci pro vykonávání pokynů zákazníka, resp. požadavků poskytování investičních služeb kvalifikovaně, čestně a spravedlivě a v nejlepším zájmu zákazníka, se lze domnívat, že většina nežádoucích jevů, které se dají shrnout pod pojem "guilt-edged investment", tj. obchodování, které nemusí být přímo nezákonné, ale je minimálně vůči zákazníkovi nečestné, může být podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu postihována. Možnost postihu a dokázání takového jednání jsou však dvě odlišné věci a bude třeba z pohledu regulátora přijmout takové nástroje a praxi, které ho budou schopny spolehlivě zjistit a dokázat.

6 Úprava organizace trhu s deriváty a investování do derivátů

6.1 Platformy pro organizování trhu s deriváty

S deriváty se může obchodovat stejným způsobem jako s ostatními investičními nástroji, přičemž velká novela ZPKT zavádí zcela nový systém obchodních platforem; mezi ty nově patří:

- systematická internalizace obchodníkem s cennými papíry (§ 17a a násl.),
- regulovaný trh (§ 37 a násl.) a
- neregulovaný trh v podobě mnohostranného obchodního systému (§ 69 a násl.).

I když organizace obchodování s deriváty se řídí stejnými pravidly, jako obchodování s jakýmkoli jinými investičními nástroji, měla by být nová úprava těchto obchodních platforem v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu, která vstoupila v účinnost teprve k 1. 7. 2008, na závěr práce alespoň velice krátce zmíněna. Na druhou stranu, jednotlivé obchodní platformy, pod kterými se v této práci rozumí výše uvedená systematická internalizace, regulovaný trh a neregulovaný trh (mnohostranný obchodní systém), mohou být pro obchodování s deriváty odlišně vhodné.

Systematická internalizace

Jak je upraveno v § 17a ZPKT, systematickou internalizací je činnost obchodníka s cennými papíry, který pravidelně a systematicky provádí pokyny zákazníků týkající se investičních nástrojů tak, že obchoduje se zákazníky na vlastní účet mimo regulovaný trh se sídlem v členském státě Evropské unie nebo mnohostranný obchodní systém provozovaný osobou se sídlem v členském státě Evropské unie. Podmínky, za kterých je poskytování investiční služby obchodníkem s cennými papíry systematickou internalizací, stanoví přímo použitelný předpis Evropských společenství, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady upravující trhy finančních nástrojů (čl. 21 nařízení Komise (ES) č. 1287/2006).

Činnost systematického internalizátora je tak podobná činnosti tvůrce trhu [§ 2 odst. 2 písm. d), resp. čl. 4 odst. 8 směrnice MiFID] – systematický internalizátor na požádání protistrany, ať prodávající nebo kupující, kotuje cenu investičního nástroje, který má být předmětem obchodu a protistrana se rozhodne, zda tuto cenu přijme a

obchod uskuteční. Od tvůrce trhu (market maker) se liší tím, že tvůrce trhu působí obecně na finančních trzích, kdežto systematický internalizátor působí mimo regulovaný trh i mimo mnohostranný obchodní systém.

Regulovaný trh

Regulovaný trh je oproti systematické internalizaci platformou, která je v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu detailně upravena. Tento znak detailní úpravy ji také odlišuje od neregulovaného trhu (mnohostranného obchodního systému), kde není regulace tak extenzivní jako v případě regulovaného trhu (což ostatně vyplývá i z jeho názvu). § 55 definuje regulovaný trh jako "trh s investičními nástroji organizovaný organizátorem regulovaného trhu v souladu s povolením České národní banky, na kterém se obchoduje pravidelně a který má stanovena pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování na regulovaném trhu, pravidla obchodování na regulovaném trhu a pravidla přístupu na regulovaný trh, která jsou v souladu..." se zákonem o podnikání na kapitálovém trhu. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu pak detailně stanoví podmínky pro přijetí investičního nástroje k obchodování na regulovaném trhu (§ 56), podmínky pro přijetí investičních cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu (§ 57), uzavírání obchodů na regulovaném trhu (§ 58), registraci cenných papírů vydaných fondem kolektivního investování na regulovaném trhu (§ 59), vyřazení cenného papíru z obchodování na regulovaném trhu (§ 60), pozastavení obchodování s investičním nástrojem a vyloučení investičního nástroje z obchodování na regulovaném trhu (§ 61), požadavky na pravidla obchodování na regulovaném trhu (§ 62), pravidla přístupu na regulovaný trh (§ 63), úpravu oficiálního trhu (§§ 64 až 66), který je trhem pro obchodování s kvalifikovanými cennými papíry, a požadavky na transparentnost trhu (§§ 67 a 68).

Organizátorem regulovaného trhu je v současnosti v České republice⁷⁶ Burza cenných papírů Praha, RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů a.s. (dále "RM-System"), ale také Power Exchange Central Europe podle § 5 odst. 6 zákona o komoditních burzách. Praktický dopad směrnice MiFID se projevil i na postavení RM-

⁷⁶ Seznam organizátorů regulovaného trhu podle ZPKT viz seznam ČNB (přistoupeno dne 20. února 2010):

http://www.cnb.cz/cnb/JERRS.WEB15.BASIC_LISTINGS_RESPONSE_3?p_lang=cz&p_DATUM=20.12.2009&p_hie=HI&p_rec_per_page=25&p_ses_idx=52

Systému, který byl do 30. listopadu 2008 regulovaným, mimoburzovním trhem. Jelikož takováto obchodní platforma z českého právního řádu po implementaci směrnice MiFID vymizela, stal se RM-Systém na základě přechodných ustanovení velké novely zákona o podnikání na kapitálovém trhu (článek II odst. 22) organizátorem regulovaného trhu pro obchodování s cennými papíry podle ZPKT, jelikož dle článku II odst. 22: „Povolení k činnosti burzy a povolení k organizování mimoburzovního trhu udělená podle dosavadních právních předpisů se považují za povolení k činnosti organizátora regulovaného trhu udělená podle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění účinném ode dne nabytí účinnosti tohoto zákona (velké novely ZPKT – pozn. aut.), které zahrnuje také oprávnění provozovat mnohostranný obchodní systém. Statutárním orgánem organizátora regulovaného trhu, kterému bylo uděleno povolení k činnosti burzy podle dosavadních právních předpisů, je burzovní komora. Burzovní komora plní funkci představenstva. RM-Systém musel samozřejmě uvést své postavení do souladu s ustanoveními ZPKT vztahujícími se na organizátory regulovaných trhů. Nad rámec zákonných požadavků změnil RM-Systém k 10. prosinci 2008 i svoji firmu z „RM-SYSTÉM, a. s.“ na „RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů a.s.“

Neregulovaný trh – mnohostranný obchodní systém

Jak vyplývá z ustanovení §§ 69 až 73, ZPKT stanoví jen základní předpoklady a náležitosti pro obchodování v rámci mnohostranného obchodního systému, přičemž organizátor tohoto systému si sám musí stanovit podrobnější pravidla pro obchodování. Mnohostranným obchodním systémem se podle ZPKT (§ 69) rozumí trh s investičními nástroji provozovaný obchodníkem s cennými papíry nebo organizátorem regulovaného trhu, který má stanovena pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování v mnohostranném obchodním systému, pravidla obchodování v mnohostranném obchodním systému a pravidla přístupu do mnohostranného obchodního systému, která jsou v souladu se zákonem o podnikání na kapitálovém trhu. Veškerá detailní úprava výše uvedených oblastí musí být transparentní, musí investorům zajistit dostatečný přístup k relevantním informacím, musí zavést efektivní způsob vypořádání obchodů a pravidla pro sledování obchodů, aby bylo možné určit, zda jsou v souladu s úpravou kapitálových trhů.

Hlavní výhodou je flexibilita v úpravě obchodování v rámci této platformy; požadavky na emitenty investičních nástrojů nejsou tak přísné jako v případě

obchodování na regulovaných trzích a navíc je možné obchodovat i s takovými nástroji, které by na regulovaných trzích obchodovány být nemohly, jelikož např. nesplňují podmínky přijetí k obchodování na regulovaném trhu, jak vyplývají z §§ 56 a 57.

6.2 Podmínky přijetí derivátů k obchodování

Podmínky přijetí investičních nástrojů, včetně derivátů, k obchodování na kapitálovém trhu v České republice se liší v závislosti na trhu, na kterém mají být nástroje emitovány – zda se jedná o regulovaný trh, nebo o trh neregulovaný. Podmínky přijetí k obchodování derivátů na regulovaném trhu jsou stanoveny v § 56, vlastní transparentní podmínky pro přijetí derivátů k obchodování na neregulovaném trhu (mnohostranném obchodním systému) si stanoví organizátor MTF sám. Dále je třeba rozlišovat podmínky, které stanoví přímo zákon o podnikání na kapitálovém trhu a na které pouze odkazuje na prováděcí nařízení Komise (ES) č. 1287/2006.

Požadavky § 56 na přijetí derivátů se liší oproti požadavkům na přijetí jiných investičních nástrojů především v odst. 4, který vyžaduje, aby pro deriváty, jak byly vymezeny na začátku práce, organizátor regulovaného trhu v pravidlech pro přijímání investičních nástrojů k obchodování na regulovaném trhu zajistil, aby byl k obchodování přijat pouze takový derivát, který umožňuje řádné stanovení cen a vhodný způsob vypořádání za podmínek čl. 37 nařízení Komise (ES) č. 1287/2006. Oproti investičním cenným papírům mohou být deriváty a některé další investiční nástroje přijaty k obchodování na regulovaném trhu i bez souhlasu emitenta, i pokud ještě nejsou kótované. Lze se domnívat, že odstranění požadavku na předchozí kotaci vychází z povahy derivátů a některých dalších investičních nástrojů, které jsou primárně určeny k obchodování na kapitálových trzích, kdežto akcie, resp. investiční cenné papíry, může jejich primární emitent vydat bez záměru jejich budoucího veřejného obchodování na kapitálových trzích. Emitent musí být samozřejmě o přijetí emitovaného investičního nástroje k obchodování na regulovaném trhu informován.

Pro přijetí derivátu k obchodování na regulovaném trhu je stejně jako u všech investičních nástrojů nutné přidělení ISIN – mezinárodního identifikačního čísla cenného papíru (International Securities Identification Number). Požadavek přidělení ISIN derivátům, které mají být obchodovány na regulovaném trhu, by mohl naznačovat, že deriváty jsou cennými papíry (security = cenný papír) v rozporu se závěry

předchozích částí této práce. Nicméně používání výrazu "security" pro cenný papír není v anglosaských zemích nijak striktně definováno a označují se jím i některé smlouvy v rámci kapitálových trhů, které nemají charakteristiky cenných papírů.⁷⁷ ISIN je v České republice přidělován centrálním depozitářem cenných papírů [§ 100 odst. 1 písm. b)], do jehož vzniku, resp. převzetí evidence cenných papírů, plní tuto funkci Středisko cenných papírů (SCP) – podrobnosti k centrálnímu depozitáři cenných papírů viz další kapitoly.

Poněkud zarážející skutečností může být nepřidělování ISIN futures na elektrickou energii obchodovaným na Power Exchange Central Europe, jelikož jde o organizátora regulovaného trhu podle ZPKT, jak je uvedeno v předcházející části práce. Dá se vyjádřit názor, že pokud Power Exchange Central Europe postupovala podle § 5 odst. 6 zákona o komoditních burzách a stala se organizátorem regulovaného trhu, měla by všem investičním nástrojům, mezi které futures obchodované na této burze patří, přidělovat ISIN, jinak je přijetí těchto derivátů k obchodování v rozporu s § 56 odst. 2 ZPKT. Ze závěrů kap. 1.3 však vyplývá, že Power Exchange Central Europe může obchodovat s komoditními deriváty (konkrétně v tomto případě s komoditními futures) i jen podle úpravy zákona o komoditních burzách, který přidělení ISIN obchodovaným derivátům nevyžaduje. Celkově však lze vyjádřit názor, že úprava komoditních burz provedená zákonem č. 230/2008 Sb. (velkou novelou ZPKT) je poněkud zavádějící, nepřesná a nesystematická.

Při přijímání investičních cenných papírů je dle § 57 odst. 1 nutné uveřejnění prospektu emitovaného investičního cenného papíru. Tato povinnost není pro deriváty stanovena, avšak je třeba naplnit alespoň požadavky ustanovení čl. 37 nařízení 1287/2006. To v odstavci 1 stanoví požadavky v pěti hlavních oblastech:

- jednoznačnost podmínek smlouvy (resp. derivátu, který je smlouvou) [písm. a)],
- spolehlivost a veřejná dostupnost ceny nebo jiného hodnotového měřítko podkladového aktiva [písm. b)],
- dostatek veřejných informací k ohodnocení derivátů [písm. c)],
- požadavky na peněžní vypořádání [písm. d)] a

⁷⁷ Viz např. záznam u termínu "derivative" v internetové knihovně společnosti Forbes: Investopedia® A Forbes Digital Copany – www.investopedia.com, přistoupeno 15. února 2010.

- požadavky na fyzické vypořádání [písm. e)].

Čl. 37 odst. 1 písm. b) nařízení 1287/2006 konkrétně stanoví, že cena nebo jiné hodnotové měřítko podkladového cenného papíru musí být spolehlivá a veřejně dostupná. Pokud by se důsledně sledovala dikce tohoto ustanovení, nemohly by se na regulovaných trzích obchodovat žádné deriváty, jejichž podkladovým aktivem by nebyly cenné papíry. Obdobný požadavek na dostatečně určité stanovení podkladového cenného papíru uvádí i následující písm. d) a e). Při interpretaci tohoto ustanovení se tak musí vycházet z původního (anglického) znění předpisu, kdy je místo podkladových cenných papírů uváděn termín "underlying", tj. v překladu "podkladové aktivum", kterým tak může být jakýkoli investiční nástroj, ale také jakékoli jiné aktivum, dokonce i jakákoli jiná událost, stav nebo výsledek, u kterého je možné dostatečně určitě stanovit jeho hodnotové měřítko. Český překlad nařízení 1287/2006 se v textu snaží pro překlad slova „underlying“ najít konkrétní termín místo obecního „proměnná“ nebo „aktivum“, na mnoha místech je však konkrétní termín zvolen nesprávně (viz např. zmíněné využít termínu cenný papír). I když ve většině případů je pro „underlying“ vybrán správný termín (např. derivát, index, aktivum, pokladová proměnná atd.), je vždy při čerpání s české verze předpisu korigovat výklad s jeho originální verzí.

Jelikož splňují požadavky čl. 37 nařízení 1287/2006 mohou být podkladovou proměnnou derivátů i např. počasí nebo počet gólů vstřelených na mistrovství světa ve fotbale aj. V případě derivátu na počasí by si smluvní strany dohodly, resp. v případě regulovaných trhů by emitent stanovil, měřitelnou hodnotu, podle které se dá určit počasí, jako např. průměrná výška sněhové pokrývky na určité horské stanici, průměrná denní/noční teplota podle oficiálních meteorologických údajů, počet slunečních dní v roce aj., a v případě události napojené na tento hodnotový ukazatel (např. překročení průměrné denní teploty za určité období) by nastaly následky předpokládané derivátovým kontraktem.

Dalším důležitým ustanovením je následující odst. 2 v čl. 37, který stanoví, že pro některé deriváty týkající se komodit (deriváty vyjmenované v bodech 5, 6, 7 a 10 Přílohy 1 oddílu C směrnice MiFID) za splnění stanovených podmínek není nutné, aby cena podkladového aktiva byla spolehlivá a veřejně dostupná. Toto ustanovení se dá považovat za důležité pro obchodování např. s již zmiňovanými deriváty (futures) na elektrickou energii. Spotový trh pro futures na elektrickou energii prakticky neexistuje z

důvodu jeho specifčnosti, kdy je elektřina dodávána na předem stanovené období (hodina, den, týden, měsíc, rok, ...) a obchodování je uzavíráno alespoň 2 dny před dodáním elektřiny⁷⁸. Tento "běžný" způsob obchodování je tedy nutné považovat za termínový trh. Dále je možné obchodovat s elektřinou v rámci tzv. blokových obchodů ukončovaných v 13.30 dne předcházejícího dne dodání, denních obchodů ukončovaných ke konci dne předcházejícího dne dodání a vnitrodenních obchodů v průběhu dne dodání. Tyto tři možnosti obchodování jsou však velice nestandardní a drahé, jelikož jakékoli odchylky v dodané nebo spotřebované elektřině jsou zpoplatněny ze strany operátora trhu s elektřinou, OTE, a.s., vysokými poplatky, tudíž i cena elektřina v posledních chvílích před dodávkou je skrz hrozbu vysokých poplatků za odchylky v množství dodané nebo odebrané elektřiny velice deformovaná (směrem vzhůru). Závěrem lze tedy říci, že elektřina nemá fakticky spotový trh, na kterém by se mohla utvářet cena podkladového aktiva (elektřiny), jelikož cena elektřiny na denním trhu je deformovaná nejen uvedenými vysokými poplatky, ale také faktem, že pro spotové operace uzavírané s různým odstupem před časem dodávky, existují různé trhy a různé produkty.

Odst. 2 článku 37 nařízení 1287/2006 tak fakticky umožňuje existenci derivátového trhu s elektřinou a bez jeho existence by tento trh nemohl řádně fungovat. Situace se ještě o něco komplikuje v případě derivátů na elektřinu s peněžním vypořádáním, kdy se musí zjistit rozdíl mezi spotovou cenou podkladové komodity (elektřiny) a cenou stanovenou v derivátu, jak to vyžaduje ustanovení pod písm. d) zmíněného článku 37. Vzhledem k neexistenci spotové ceny tak bude požadovaná vypořádací cena pravděpodobně určena v závislosti na ceně futures kontraktu se stejnými parametry, ale s fyzickým dodáním podkladové elektřiny. Určení vypořádací ceny pomocí ceny jiného derivátu, který se vztahuje ke stejnému podkladovému aktivu, je však plně v souladu s dikcí ustanovení článku 37 odst. 1 písm. d).

⁷⁸ Blíže viz vyhlášku Energetického regulačního úřadu č. 541/2005 Sb., o pravidlech trhu s elektřinou, zásadách tvorby cen za činnosti operátora trhu s elektřinou a provedení některých dalších ustanovení energetického zákona, ve znění pozdějších předpisů.

6.3 Evidence derivátů

Deriváty stejně jako jiné dematerializované investiční nástroje mohou být předmětem zápisu v evidenci investičních nástrojů. ZPKT rozeznává tři druhy evidencí investičních nástrojů:

- centrální evidenci cenných papírů (§ 92),
- samostatnou evidenci investičních nástrojů (§ 93) a
- evidenci navazující na samostatnou evidenci (§ 93 odst. 3 a násl.).

Jelikož do centrální evidence cenných papírů se zaznamenávají všechny zaknihované cenné papíry vydané v České republice kromě zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování (pokud jsou vedeny v samostatné evidenci) a zaknihovaných cenných papírů vedených v evidenci České národní banky, nemohou být deriváty zapsány do této centrální evidence cenných papírů, protože nejsou cennými papíry, jak bylo dovozeno v předcházejících částech práce. Je však otázkou, zda měl zákonodárce v úmyslu neumožnit vést záznamy o derivátech v centrální evidenci cenných papírů úmyslně, či jen došlo při novelizaci zákona o podnikání na kapitálovém trhu k nesprávné novelizaci a deriváty jen byly při koncipování centrální evidence cenných papírů neúmyslně opomenuty.

Z nástrojů, které mohou být dle § 93 odst. 1 zapsány v samostatné evidenci, by mohly deriváty spadat pod písm. c) a d). Deriváty by teoreticky mohly spadat i pod písm. b), avšak listinná podoba investičních derivátů je poměrně nepravděpodobná. Domácí deriváty tak budou spadat jen pod písm. d) – investiční nástroje neuvedené pod písmeny a) až c) a jejichž povaha to umožňuje. Tato "zbytková" kategorie se může jevit pro skupinu derivátů jako nedostatečná a především nejasná a de lege ferenda by mohlo dojít k její úpravě, avšak s ohledem na charakter a funkci samostatné evidence. Osobou vedoucí samostatnou evidenci investičních nástrojů nemůže být centrální depozitář cenných papírů podle hlavy II části sedmé ZPKT a deriváty mohou být také předmětem zápisu v evidenci navazující na samostatnou evidenci.

Na tomto místě by bylo vhodné se zmínit o posledním vývoji souvisejícím se založením centrálního depozitáře cenných papírů; tím je akciová společnost, která vede centrální evidenci cenných papírů v České republice, přiděluje cenným papírům mezinárodní identifikační označení (ISIN) a provozuje vypořádací systém. I když dle

zákonu o podnikání na kapitálovém trhu má vést centrální evidenci cenných papírů centrální depozitář, doposud (prosinec 2009) vedlo centrální evidenci Středisko cenných papírů. Dne 9. prosince 2009 vydalo Ministerstvo financí ČR a Centrální depozitář cenných papírů, a.s. společnou tiskovou zprávu⁷⁹, ve které uvádějí, že došlo k podpisu smlouvy "...o převodu evidencí zaknihovaných a imobilizovaných cenných papírů doposud vedených Střediskem cenných papírů. Sloučením registrace investičních nástrojů a vypořádání obchodů s nimi nově umožní vícestupňovou evidenci, která je běžná v ostatních evropských zemích a přispěje ke standardizaci českého kapitálového trhu. Faktickému zahájení poskytování služeb centrálního depozitáře bude ještě předcházet technická příprava členů burzy a ostatních bank či obchodníků s cennými papíry, kteří se stanou účastníky centrálního depozitáře. Toto bude trvat řádově několik měsíců. Předpokládaným termínem zahájení plnohodnotné činnosti centrálního depozitáře je polovina roku 2010."

Centrálním depozitářem cenných papírů je společnost Centrální depozitář cenných papírů, a.s. 100% vlastněná Burzou cenných papírů Praha. Centrální depozitář cenných papírů, a.s. vznikl přeměnou ze společnosti UNYVIC, a.s., tj. ze společnosti, která pro Burzu cenných papírů Praha zajišťovala a zajišťuje vypořádání obchodů uskutečněných na Burze cenných papírů Praha a stejně tak zajišťuje i zúčtování obchodů pro Power Exchange Central Europe.

6.4 Ochrana investorů investujících do derivátových nástrojů

Obchodování s deriváty je vysoce rizikovým typem investování, jak již bylo ukázáno na několika místech této práce, ochrana investorů je tedy důležitou součástí regulace obchodování na kapitálových trzích. Kap. 5.3 této práce se zaměřila především na ochranu zákazníků v souvislosti s poskytováním hlavních a doplňkových investičních služeb; mimo tento vztah zákazníka a obchodníka s cennými papíry (investičního zprostředkovatele) je však nutno zmínit ještě ochranu investorů všeobecně – nejen zákazníků, ale i samotných obchodníků s cennými papíry a dalších osob, kterými v tomto případě mohou být i investoři kolektivního investování v rámci úpravy

⁷⁹ Společná tisková zpráva Ministerstva financí ČR a Centrálního depozitáře cenných papírů, a.s. ze dne 9. prosince 2009: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/tiskove_zpravy_51682.html?year=2009, přistoupeno dne 20. prosince 2009.

kolektivního investování zákonem o kolektivním investování. Za hlavní na sobě nezávislé instituty ochrany investorů lze v tomto ohledu považovat:

- dohled nad kapitálovým trhem Českou národní bankou,
- garanční fond obchodníků s cennými papíry,
- povinnosti účastníků kapitálového trhu,
- působení ratingových agentur a
- ochranu investorů kolektivního investování.

Dohled České národní banky nad kapitálovým trhem byl již v této práci do jisté míry rozebrán, především co se týká aktivního přístupu v podobě povolovací činnosti. Reakční přístup na porušování zákona a podzákoných právních předpisů je samostatnou rozsáhlou oblastí, která není předmětem této práce, navíc se nijak konkrétně netýká derivátových nástrojů; podobně tak i správní delikty a sankce za ně se vztahují všeobecně k investičním nástrojům. Garanční fond obchodníků s cennými papíry je všeobecně použitelným institutem ochrany investorů na kapitálovém trhu bez bližšího vztahu k derivátovým obchodům, také tedy nebude v této práci detailněji rozebírán, stejně jako povinnosti účastníků kapitálového trhu podle části osmé hlavy I zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

V následující části však bude blíže rozebrána problematika působení ratingových agentur na kapitálovém trhu České republiky, a to s ohledem na stanovení rizika spojeného s derivátovými nástroji a souvisejícími obchody. Rovněž důležitou a rozsáhlou oblastí, která bude rozebrána v následujících částech práce, je problematika kolektivního investování upravená zákonem o kolektivním investování, ze které by měly být rozebrány alespoň základní instituty, které se vzájemně ovlivňují s úpravou derivátových nástrojů a derivátových obchodů. I s ohledem na výše uvedený příklad investičního fondu Long-Term Capital Management by měly být rozebrány následující oblasti:

- rozdělení fondů kolektivního investování v závislosti na okruhu investorů a jejich rizikovém profilu a
- přípustnost derivátových nástrojů v portfoliu fondů kolektivního investování.

6.4.1 Ratingové agentury

Jak již bylo několikrát uvedeno, derivátové nástroje jsou vysoce komplikované a rizikové investiční nástroje a v hodnocení různých derivátových nástrojů by investorům měl pomoci i externí rating od nezávislých ratingových agentur, jako např. mezinárodně uznávaných ratingových agentur Standard & Poor's, Moody's Investor Service nebo Fitch Ratings. Tyto agentury dokáží ohodnotit rizikový profil derivátových nástrojů, podle kterého se následně mohou investoři orientovat, aniž by museli znát podrobnosti jednotlivých derivátových nástrojů. Ve spoléhání se na hodnocení ratingových agentur však spočívá vysoké riziko, jelikož ani ratingové agentury nemusí být schopné dostatečně kvalitně stanovit hodnocení některých investičních nástrojů, a to především těch, u nichž není k dispozici dostatečně dlouhá časová řada statisticky významných dat.

Ratingové agentury jsou sice zákonem o podnikání na kapitálovém trhu rozeznávány (§ 193), dokonce jim je věnována i celá část desátá ZPKT, avšak ustanovení ZPKT ohledně ratingových agentur jsou velice stručná. Ustanovení jsou využitelná především pro zápis ratingových agentur do seznamu vedeného Českou národní bankou (§ 193 odst. 1), popř. jejich výmaz z tohoto seznamu. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu však nijak detailněji nestanoví, jaká jsou oprávnění, resp. povinnosti ratingových agentur.

Zápis ratingové agentury do seznamu ratingových agentur však není využitelný ani s ohledem na regulatorní požadavky v bankovníctví, konkrétně při výpočtu kapitálové přiměřenosti. Dle § 12b zákona o bankách je banka pro výpočet kapitálových požadavků v rámci kapitálové přiměřenosti oprávněna používat úvěrové hodnocení (rating) dlužníka vypracované osobou, která splňuje požadavky stanovené zákonem o bankách nebo na jeho základě a která je zapsána do seznamu agentur pro úvěrové hodnocení vedeného Českou národní bankou. Nicméně tento seznam ratingových agentur se liší od seznamu ratingových agentur podle ZPKT a není možné tyto dva seznamy kombinovat, resp. sloučit. De lege ferenda by měla být právní úprava alespoň harmonizována mezi zákonem o podnikání na kapitálovém trhu a zákonem o bankách, jelikož v obou případech se do seznamu budou zapisovat prakticky stejné subjekty.

Jediným subjektem zapsaným do seznamu ratingových agentur vedeného Českou národní bankou je společnost Moody's Central Europe a.s., která podniká na

základě živnostenského povolení podle živnostenského zákona a zápis do seznamu ji žádným způsobem neovlivňuje. Ustanovení ZPKT o ratingových agenturách je tak spíše prázdňím ustanovením, které bude třeba v budoucnu naplnit.

Dle Sůvové 2009⁸⁰ je však detailnější regulace ratingových agentur v rámci Evropské unie zamýšlena. Návrh nařízení nové evropské regulace ratingových agentur obsahuje následující principy:

- prevence konfliktů zájmů v činnosti agentury a jejich odpovídající řízení, pokud vzniknou,
- pojistky týkající se procesu udělování ratingu i procesu vzniku a pravidelné aktualizace ratingové metodologie a
- transparentnost týkající se ratingového procesu obecně, zvláště pak specifických emitentů či nástrojů (jde zejména o strukturované produkty, včetně sekuritizací, které stály na počátku krize a pro které by nově měly mít ratingové agentury odlišnou ratingovou stupnici).

Dodržování regulace má být zajištěno povinnou registrací agentur v Evropské unii a jejich podrobení dohledu. Nicméně regulace a dohled by se měla vztahovat pouze na tzv. regulatorní účely využití ratingů (tj. zda jsou využívány regulovanými osobami finančního sektoru pro plnění povinností dle regulace, např. pro výpočet kapitálových požadavků, jak je uvedeno výše), nikoliv na další účely, např. právě pro účely investování. Činnost ratingových agentur tak s ohledem na rizikovost investování do derivátových nástrojů bude pravděpodobně ještě dlouhou dobu neregulována, a ratingové hodnocení derivátů proto bude muset stále být bráno jen jako soukromoprávní doporučení, resp. hodnocení nástroje externím subjektem.

6.4.2 Ochrana investorů v rámci kolektivního investování

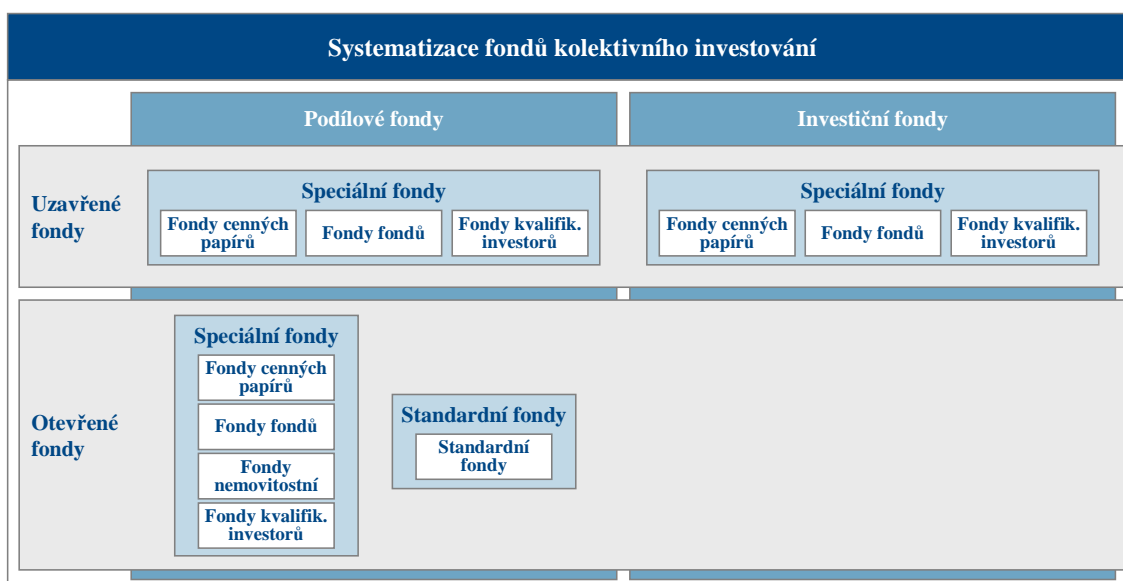
Do derivátů je možné investovat i nepřímo pomocí fondů kolektivního investování, které upravuje zákon o kolektivním investování. Zákon o kolektivním investování⁸¹ kromě dělení fondů na investiční fondy a podílové fondy podle toho, či je

⁸⁰ Sůvová, H.: Regulace ratingových agentur, in: Pojistný obzor. Roč. 86, č. 1, 2009.

⁸¹ Pokud se v této kapitole neuvádí jinak, vycházejí všechna právní ustanovení ze zákona o kolektivním investování.

fond právnickou osobou (investiční fond podle §§ 4 a 5 zákona o kolektivním investování), nebo nikoli (podílový fond podle § 6 a násl. zákona o kolektivním investování), rozeznává ještě dělení na otevřené (podílové) fondy (podle § 10 a násl.) a uzavřené podílové fondy (§ 13) a dělení, které je významné z pohledu obchodování s derivátovými nástroji, a to na fondy standardní a speciální. Standardním fondem se rozumí fond kolektivního investování, který splňuje požadavky práva Evropských společenství [§ 2 odst. 1 písm. d)], a speciálním fondem fond kolektivního investování, který požadavky práva Evropských společenství nesplňuje [§ 2 odst. 1 písm. e)]. Fondy speciální a fondy standardní mají zákonem o kolektivním investování stanoveny různá omezení pro investování do derivátů. Systematizaci fondů podle zákona o kolektivním investování uvádí přehledně následující schéma:

Obr. 4: Systematizace fondů podle zákona o kolektivním investování



Zdroj: Zákon o kolektivním investování

Investování do derivátů standardním fondem kolektivního investování

U standardních fondů je zákonem o kolektivním investování přesně stanoveno, do kterých aktiv mohou standardní fondy investovat (§ 26). S ohledem na deriváty jsou relevantní především nástroje:

- finanční deriváty včetně rovnocenných nástrojů, s nimiž je spojeno právo na vypořádání v penězích, přičemž deriváty musí být obchodované na stanovených trzích podle § 26 odst. 1 písm. f) [§ 26 odst. 1 písm. g)] a

- finanční deriváty nepřijaté k obchodování na stanovených trzích za předpokladů uvedených v alineách 1 až 3 [§ 26 odst. 1 písm. f)].

Zákon tedy stanovuje požadavek peněžního vypořádání pro deriváty obchodované na stanovených trzích, přičemž tento požadavek naprosto chybí u derivátů, které se na stanovených trzích neobchodují. Lze se domnívat, že nejde o úmysl zákonodárce, ale o pouhé opomenutí. Nicméně dle dikce zákona jsou standardní fondy oprávněny nejen k investování do derivátů s peněžním vypořádáním, ale za stanovených podmínek rovněž k obchodování s deriváty s fyzickým dodáním podkladového aktiva. Zákon o kolektivním investování hovoří o finančních derivátech, nikde však tento termín nespécifikuje. Toto opomenutí se dá považovat za zásadní nedostatek zákonné úpravy, jelikož v důsledku není zákonem stanoveno, které nástroje může standardní fond kolektivního investování držet. Mohlo by se sice vycházet z ekonomické definice, např. podle Jílka 2002, kdy se pod termínem finanční deriváty rozumí souhrnný pojem pro úrokové deriváty, měnové deriváty, akciové deriváty a úvěrové deriváty, který je však podle Mezinárodních účetních standardů IAS/IFRS rozšířen o deriváty, u nichž se nepředpokládá dodávka podkladového aktiva, ale ekonomické vymezení je pro účely zákona o podnikání na kapitálovém trhu naprosto nedostačující a při rozhodování podle zákona nepoužitelné. Minimálně by toto vymezení muselo být rozšířeno ještě o indexové deriváty, jak vyplývá z §§ 27 a 49b, které uvádějí indexové deriváty jako součást skupiny finančních derivátů.

Pro účely zákona o kolektivním investování není vhodná ani definice finančních derivátů podle § 1 písm. d) devizového zákona, jelikož devizový zákon finančními deriváty rozumí jen penězi ocenitelná práva a závazky odvozené od devizových hodnot, tj. peněžních prostředků v cizí měně a zahraničních cenných papírů, a toto vymezení finančních derivátů není dostatečně široké s ohledem na možná podkladová aktiva minimálně podle § 26 odst. 1 písm. g). Pro vymezení finančních derivátů nelze použít ani analogii legis podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu; i když ZPKT většinou operuje s termínem investičních nástrojů, v § 124 odst. 1 definuje nový termín *finančních nástrojů*, které v porovnání s *investičními* nástroji definuje jako investiční nástroje nebo jiné nástroje, které byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu členského státu Evropské unie nebo o jehož přijetí k obchodování na regulovaném trhu členského státu Evropské unie bylo požádáno. Tento požadavek přijetí k

obchodování na regulovaných trzích Evropské unie jako předpoklad pro označení investičního nástroje za finanční nemůže být analogicky použit i na odlišení finančních derivátů od jiných derivátů, jelikož § 26 odst. 1 písm. g) termín finanční deriváty používá i u nástrojů, které na regulovaných trzích obchodované nejsou.

S ohledem na pravidlo, že co není zakázáno, je dovoleno, by musel být pro výklad finančních derivátů použit extenzivní výklad a pod finančními deriváty rozumět jakýkoli derivát. Nicméně ani toto širší vymezení neřeší problém zákona o kolektivním investování, jelikož ten nedefinuje ani pojem derivátů všeobecně. Prováděcí vyhláška k zákonu o kolektivním investování č. 235/2009 Sb., o investičních nástrojích, do kterých může investovat standardní fond (dále "vyhláška o investičních nástrojích standardního fondu" nebo "vyhláška č. 235/2009 Sb."), se sice finančními deriváty zaobírá, ale nedefinuje je, jen určí, kdy je finanční derivát dostatečně likvidní, aby do něj mohl standardní fond investovat, a to v § 5 odst. 1, přičemž v § 5 odst. 2 vyhláška č. 235/2009 Sb. určuje i další derivátové nástroje, do kterých může standardní fond investovat. Od 1. srpna 2009 nemůže standardní fond dle § 26 odst. 2 investovat ani do komoditních derivátů, přičemž toto omezení bylo do § 26 odst. 2 nově vloženo. Pokud však zákonodárce má potřebu zvláštním ustanovením určit, že standardní fond nemůže investovat do komoditních derivátů, může z toho vyplývat, že komoditní deriváty do finančních derivátů zahrnoval, jinak by neměl potřebu toto ustanovení do zákona včlenit. Je tak otázkou, zda touto novelizací reagoval zákonodárce na situaci, kdy pojem finančních derivátů je z ekonomického hlediska rozšířen Mezinárodními účetními standardy IAS/IFRS i o komoditní deriváty nebo považuje finanční deriváty jen za protiklad např. k chemickým derivátům, přičemž takový výklad byl dovozen i v úvodních částech práce, a měl za úmysl obchodování s komoditními deriváty standardnímu fondu pouze zakázat.

Při investování do finančních derivátů, ať pod nimi zákon o kolektivním investování myslí cokoli, musí standardní fond dodržovat přísná pravidla podle prováděcí vyhlášky o investičních nástrojích standardního fondu ohledně řízení rizik, limitů pro nabývání investičních nástrojů a dalších požadavků. S investičním portfoliem fondu kolektivního investování souvisí i statut, ve kterém musí být informace o způsobu investování kolektivního fondu a musí zde být též vysvětlena rizika spojená s investováním do daného fondu kolektivního investování (§ 84 odst. 1 a 2). Důležitým omezením při investování do derivátů je také možnost standardního fondu přijmout

půjčku nebo úvěr jen do 10 % hodnoty svého majetku se splatností nejvýše 6 měsíců (§ 33). Toto omezení finanční páky (leverage) standardního fondu může být obejito právě využíváním derivátů, které často vyžadují jen nízkou počáteční investici, jak vyplývá z jejich účetní definice rozebrané v úvodních kapitolách práce. Dalším významným omezením s ohledem na deriváty je § 27 odst. 4 stanovující, že otevřené pozice z derivátových obchodů nesmí přesáhnout majetek fondu.

Investování do derivátů speciálním fondem kolektivního investování

Speciální fondy kolektivního investování se dělí na speciální fondy kolektivního investování, které shromažďují prostředky od veřejnosti, a fondy, které shromažďují peněžní prostředky od kvalifikovaných investorů. Fondy kolektivního investování shromažďující prostředky od veřejnosti se ještě dělí na speciální fondy cenných papírů, speciální fondy nemovitostní a speciální fondy fondů – viz. obr. 4: Systematizace fondů podle zákona o kolektivním investování.

V případě speciálních fondů kolektivního investování jsou sice zákonem o kolektivním investování stanovena některá podobná pravidla jako pro činnost standardního fondu kolektivního investování, např. ustanovení týkající se finanční páky (§ 49a odst. 3), investiční limitů (§ 49b odst. 1 a 2), požadavku, aby otevřené pozice z derivátových obchodů nepřesáhly vlastní kapitál speciálního fondu (§ 49b odst. 6), a další, ale zákon o kolektivním investování nestanoví okruh investičních nástrojů, do kterých může speciální fond investovat, jelikož § 51 (speciální fond cenných papírů), § 53 (speciální nemovitostní fond) a § 55 odst. 1 (speciální fond fondů) stanoví jen okruh nástrojů, do kterých speciální fondy kolektivního investování *převážně* investují.

Při zásadě dodržení všech podzákoných předpisů provádějících zákon o kolektivním investování, především vyhlášky České národní banky č. 604/2006 Sb., o používání technik a nástrojů k efektivnímu obhospodařování majetku standardního fondu a speciálního fondu, který shromažďuje peněžní prostředky od veřejnosti, tak mohou speciální fondy investovat do jakýchkoli aktiv. Jistým omezením je však i § 49a odst. 4, který stanoví, že speciální fondy nemohou uzavírat smlouvy o prodeji vyjmenovaných nástrojů, které nevlastní. Tímto ustanovením jsou zakázány tzv. short pozice, kdy investor prodá investiční nástroj, který nevlastní, k určitému datu v budoucnu za současnou tržní cenu a spoléhá, že ho v čase dodání nakoupí na spotovém trhu levněji, než za kolik ho prodal. Krátkým (short) obchodům jsou velice podobné

koupené put (prodejní) opce nebo prodané call (kupní) opce s fyzickým dodáním podkladového aktiva jako způsobem vypořádání. Uvedené druhy opcí by proto měly analogicky podle § 49a odst. 4 speciálním fondům kolektivního investování zapovězeny (obdobně i pro standardní fondy kolektivního investování podle § 35 zákona o kolektivním investování).

Mezi speciální fondy patří také speciální fondy kvalifikovaných investorů podle §§ 56 a 57 zákona o kolektivním investování. Mezi subjekty, které mohou smluvně nabývat cenné papíry speciálního fondu kvalifikovaných investorů, patří vybrané finanční a jiné instituce⁸² a podle písm. p) též právnické nebo fyzické osoby, které písemně prohlásí, že mají zkušenosti s obchodováním s cennými papíry; omezení prohlášení o zkušenostech jen na zkušenosti s obchodováním s cennými papíry se nezdá být dostatečné, jelikož speciální fondy kvalifikovaných investorů jsou rizikové a nebezpečné především pro své derivátové obchody a agresivní investiční strategie týkajících se i jiných nástrojů, než jen cenných papírů.

Na speciální fondy kvalifikovaných investorů se vztahují ještě mírnější regulatorní požadavky než na ostatní speciální fondy. Většinu regulatorních požadavků vztahujících se na speciální fondy kolektivního investování si speciální fond kvalifikovaných investorů upraví sám ve svém statutu; mezi tyto požadavky patří např. okruh nástrojů, do kterého fond investuje, limity pro rozložení rizika nebo pravidla pro poskytování a přijímání půjček a úvěrů. Na tyto fondy se též nevztahuje prováděcí právní předpis upravující informační povinnosti fondu. Prakticky jediným omezením jsou požadavky na informování České národní banky (§ 57 odst. 3), omezení maximálního počtu akcionářů nebo podílníků na 100 (§ 56 odst. 3), omezení minimální výše vkladu na 1 mil. Kč (§ 56 odst. 4) a omezení propagace speciálního fondu kvalifikovaných investorů veřejnosti (§ 56 odst. 5). Speciální fondy kvalifikovaných investorů podle zákona o kolektivním investování kvůli své minimální regulaci mohou spadat do kategorie tzv. hedžových fondů.

Hedžové fondy jsou v ekonomické terminologii fondy, které jsou jen velmi málo regulovány, jejich investiční strategie prakticky regulována není a okruh investorů do těchto fondů je omezený, přičemž zahrnuje především vysoce majetné a kvalifikované investory. Stejně jako u hedžových fondů, ani u speciálních fondů

⁸² § 56 odst. 1 písm. a) až o)

kvalifikovaných investorů nejsou stanovena omezení na short obchody, ani jiné investiční techniky, mohou tak využívat i např. agresivních pákových strategií (leverage), opčních, short a long strategií, a to jak na domácím trhu, tak i na zahraničních trzích. Hedžové fondy a tím i speciální fondy kvalifikovaných investorů představují nejrizikovější formu kolektivního investování a investování vůbec, jak dokazuje i příklad hedžového fondu Long-Term Capital Management uvedený v kap. 4.5.2, který dosáhl závratné ztráty a ohrozil svým působením celosvětový finanční trh. S ohledem na veškerá účinná ustanovení zákona o kolektivním investování však není možné vyloučit, že by podobná situace nemohla nastat i speciálního fondu kvalifikovaných investorů založeného podle českého zákona o kolektivním investování.

Určitým omezením rizika pro investory by mohlo být zpřísnění požadavků na statut kvalifikovaného investora, podle § 56 odst. 1 písm. p) zákona o kolektivním investování alespoň tak, aby fond měl za povinnost deklarované zkušenosti právnické nebo fyzické osoby s obchodováním s cennými papíry obsahově prověřit. Nadto by mělo jít nejen o zkušenosti s obchodováním s cennými papíry, ale také jinými investičními nástroji, a to alespoň s nástroji do kterých fond podle svého statutu hodlá investovat. Na případné ohrožení stability finančního trhu by však toto dodatečné ustanovení nemělo vliv, jelikož i v případě Long-Term Capital Managementu hrály důležitou roli investorů velké finanční instituce.

Z uvedené kapitoly o ochraně kolektivních investorů je vidět, že tato ochrana podle zákona o kolektivním investování má podobnou konstrukci jako ochrana zákazníků podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Nejdříve je stanoven okruh kvalifikovaných investorů, resp. profesionálních zákazníků, do kterého mohou být na svoji žádost zařazeny i další osoby a vůči kterému jsou regulatorní pravidla mírnější, než vůči nekvalifikovaným, resp. neprofesionálním zákazníkům a investorům. Oba zákony také určují okruh investičních nástrojů, ohledně kterých mohou v případě úpravy zákonem o podnikání na kapitálovém trhu obchodníci s cennými papíry a jiné subjekty podle ZPKT poskytovat investiční služby, přičemž okruh investičních nástrojů je určen v povolení ČNB, resp. do kterého okruhu nástrojů mohou podle úpravy zákona o kolektivním investování investovat jednotlivé fondy kolektivního investování, aby tento okruh odpovídal zkušenostem a možnostem podílníků daných fondů kolektivního investování; tento okruh používaných investičních nástrojů, do kterého fond investuje, musí být i dopředu určen ve statutu fondu.

Závěr

Jak vyplývá z této rigorózní práce, není právní úprava derivátů a činností spojených s deriváty nijak jednoduchá, navíc prochází neustálým a radikálním vývojem, na který má vliv právo Evropských společenství. Úprava derivátů je v českém právním řádu obsažena v několika právních předpisech, přičemž tyto předpisy byly mnohokrát novelizovány, což způsobilo jejich částečnou nekonzistentnost a nepřehlednost. V poslední době byly úprava derivátů a derivátových obchodů významně ovlivněna evropskými předpisy, a to především směrnicí o trhu s investičními nástroji, tzv. směrnicí MiFID (Markets in Financial Instruments Directive). Dle závěrů této práce byly změny zapracovány podle požadavků směrnice, i když v některých oblastech se stala úprava nejasnější, což se týká především vymezení finančních derivátů. V důsledku novelizace zákona o podnikání na kapitálovém trhu dokonce byla z českého právního řádu odstraněna definice derivátů, což má za následek obtíže při interpretaci některých zákonů, které se na definici derivátů odkazují.

Jedním z hlavních problémů současné právní úpravy je i její terminologická nejednotnost, která je rozebírána na několika místech práce a která má dopad i na praktickou aplikaci ustanoveních týkajících se derivátů. Aplikační obtíže těchto ustanovení nespočívají jen v terminologické nejednoznačnosti, ale do jisté míry i v tom, že při úpravě kapitálových trhů neměl vždy zákonodárce na mysli, že pod investiční instrumenty, jak je vymezuje zákon o podnikání na kapitálovém trhu, patří nejen cenné papíry, ale právě i deriváty, které mají odlišnou povahu od cenných papírů a jsou spíše smlouvami, než cennými papíry.

Na českou právní úpravu kapitálového trhu a tím i derivátů mělo velký vliv přijetí evropské legislativy v rámci Akčního plánu finančních služeb, a to především směrnice MiFID a dvou prováděcích předpisů – nařízení Komise (ES) č. 1287/2006 a směrnice 2006/73/ES. Všechny tyto tři předpisy zásadním způsobem ovlivnily českou právní úpravu, která se s jejich harmonizací vypořádala velice dobře, nicméně i zde jsou vidět určité terminologické nedostatky, když např. termín „underlying“ se v české verzi předpisů na některých místech nesprávně překládá jako „cenný papír“; nejen že nejde jen o cenný papír, ale pod termínem underlying by se měla rozumět cena aktiva (popřípadě měřitelná hodnota vztahující se k jiné skutečnosti) a nikoli aktivum (popř.

jiná skutečnost) samotné, jak se dovozuje z analýzy vymezení derivátů podle mezinárodně akceptovaných účetních standardů.

Jednou z hlavních změn zavedených velkou novelou zákona o podnikání na kapitálovém trhu, spojenou právě s harmonizací s evropskými předpisy týkajícími se finančních trhů, je vypuštění definice derivátů v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu a její nahrazení pouhým výčtem investičních nástrojů; vymezení okruhu derivátových nástrojů tak zůstává na právní praxi, i když pro účely zákona o podnikání na kapitálovém trhu vymezení okruhu derivátů důležité není, jelikož zákon s pojmem derivátů prakticky neoperuje. Obtížnější situace je v případě zákona o kolektivním investování, který využívá pojmu finančních derivátů, které však sám nedefinuje a nedefinují ho ani jiné české zákony, stejně jako v případě zákona o daních z příjmů a zákona o účetnictví. Pro jejich vymezení tak nezbyvá, než využít analogii iuris nebo se obrátit na ekonomickou, resp. účetní praxi a okruh finančních derivátů vymezit s použitím podpůrných výkladových technik. Nicméně v případě zákona o kolektivním investování, zákona o daních z příjmů a zákona o účetnictví jde o tak důležité právní předpisy, že by buď mělo být legislativní vymezení derivátů do českého právního řádu zákonodárcem doplněno, nebo by tyto zákony měly být novelizovány tak, aby definice derivátů nebylo potřeba.

Výkladové vymezení derivátů pro překlenutí období do novelizace příslušných ustanovení ve smyslu zmíněném výše poskytuje i tato práce, která navrhuje, aby za deriváty byly, s ohledem na jejich charakteristiku a na historické souvislosti, považovány vybrané investiční nástroje z § 3 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu, konkrétně pak nástroje uvedené pod písm. d), e), f), g), h), i), j) a k). V případě, že by zákonodárce chtěl v budoucnu deriváty definovat, navrhuje se využít definic, které poskytují české účetní předpisy, resp. mezinárodní účetní standardy US GAAP nebo Mezinárodní účetní standardy IAS/IFRS, jež využívají funkční definice derivátů, popřípadě vyjmenování hlavních derivátových nástrojů, které by bylo doplněno o zbytkovou klauzuli založenou právě na uvedeném účetním vymezení derivátů. Využití účetní definice derivátů by dokázalo zajistit dostatečnou regulaci stále vznikajících derivátových nástrojů, které není možné zachytit v jejich taxativním výčtu s ohledem na jejich vysokou flexibilitu a proměnlivost. Nicméně řádná regulace derivátů a derivátových obchodů je nezbytná, jak ukázala finanční krize vzniklá právě kvůli nevhodné regulaci derivátových nástrojů.

Provedení harmonizace s evropskou legislativou mělo za důsledek mimo jiné i vznik nových obchodních platforem kapitálového trhu, na kterých se dají obchodovat i derivátové nástroje. Nově tak byly stávající platformy podle ZPKT po jeho novelizaci nahrazeny regulovaným trhem, mnohostranným obchodním systémem MTF – multilateral trading facility (tj. neregulovaným, tzv. over-the-counter, OTC trhem) a systematickou internalizací. Tyto změny měly dopad i na RM-Systém, který se přeměnil z organizátora mimoburzovního trhu s cennými papíry na organizátora regulovaného trhu podle nového znění zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Evropská legislativa měla ale dopad i na komoditní burzy, resp. zákon o komoditních burzách všeobecně. V případě, že komoditní burzy chtějí obchodovat s komoditními deriváty, které jsou zároveň i investičními instrumenty podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu, mohou a zároveň musí získat i povolení podle zmíněného zákona k provozování regulovaného trhu s komoditními deriváty. Úprava obchodování s komoditními deriváty však není v zákoně o komoditních burzách upravena jednoznačně a připouští vícero výklad, což má dopad i na jistotu právního postavení komoditních burz a způsobu organizování obchodování s komoditními deriváty. I když je komoditní burza Power Exchange Central Europe organizátorem regulovaného trhu s komoditními deriváty podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu, může stále organizovat obchodování s komoditními deriváty podle mírnějších ustanovení zákona o komoditních burzách. Důsledkem je tak mimo jiné i to, že obchodovaným futures na elektrickou energii není přiděleno mezinárodní označení ISIN.

Směrnice MiFID ve svých přílohách rozšiřuje okruh investičních instrumentů tak, že by organizování obchodování s komoditními deriváty přicházelo v úvahu i u organizátorů regulovaného trhu s investičními nástroji podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu, tj. např. i na Burze cenných papírů Praha, přičemž obchodování s komoditními deriváty s fyzickým dodáním před nabytím účinnosti velké novely zákona o podnikání na kapitálovém trhu nebylo na Burze cenných papírů Praha možné. V rámci novelizace zákona o komoditních burzách došlo i k částečné derogaci ustanovení zabraňujících rozdělovat zisk generovaný komoditní burzou během její činnosti. Navíc je po novele zákona o komoditních burzách možné zřídit komoditní burzu i jako akciovou společnost.

Názory prezentované v práci týkající se právního charakteru derivátů docházejí k závěrům, že deriváty mohou v českém právním řádu být kupními smlouvami s

odloženým dodáním předmětného aktiva, resp. v případě smluv vypořádávaných finančně a nikoli dodávkou aktiva nepojmenovanými kontrakty podle obchodního zákoníku, i když u některých derivátových obchodů by připadalo v úvahu i použití zákoníku občanského. S ohledem na omezení předmětu kupní smlouvy na věci v právním významu by deriváty s fyzickým dodáním jiného podkladového aktiva než věci v právním smyslu byly také inominátními smlouvami, ale je otázkou, zda deriváty s fyzickým dodáním jiného podkladového aktiva než věci v právním významu existují; dle závěrů práce nikoli, a tudíž vypořádání derivátového kontraktu s podkladovým aktivem jiným než věcí v právním smyslu by muselo proběhnout jen peněžně. V rámci rozboru právního charakteru derivátů by bylo zajímavé odpovědět na otázku, zda jsou deriváty cennými papíry, či nikoli. Práce se spíše přiklání k závěru, že deriváty nejsou cennými papíry, ale výše uvedenými smlouvami, přičemž existují výjimky, jako např. credit-linked notes – dluhopisy s vloženým derivátem. Vyčerpávající odpověď na toto téma však nebyla předmětem této práce, mohla by však být předmětem dalšího studia derivátů.

Při poskytování hlavních a doplňkových investičních služeb podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu vyvstávají ohledně těchto služeb spojených s deriváty nejasnosti, které by v zájmu právní jistoty účastníků kapitálového trhu, ať to jsou zákazníci nebo poskytovatelé investičních služeb, měly být do budoucna odstraněny. Mezi tyto nejasnosti patří např. poskytování investičních služeb ohledně derivátů investičními zprostředkovateli nebo evidence derivátů v centrální evidenci cenných papírů. Investiční zprostředkovatelé jsou však v zákonné úpravě všeobecně opomíjeni a na některých místech zákona o podnikání na kapitálovém trhu by se mělo výslovně zmínit, zda jsou investiční zprostředkovatelé oprávněni investiční služby v daném rozsahu poskytovat, či nikoli, jelikož zákon připouští obojí výklad, resp. doslovný výklad zákona jde proti jeho smyslu. Na některých místech by tedy měl zákonodárce výslovně doplnit, že obchodníkem s cennými papíry se rozumí i investiční zprostředkovatel, pokud mu chtěl přiznat práva a stanovit povinnosti stejná jako obchodníkovi s cennými papíry.

Co se týká ochrany zákazníků a investorů na kapitálovém trhu poskytuje jak zákon o podnikání na kapitálovém trhu, tak i zákon o kolektivním investování dostatečnou ochranu, jejíž úprava by však v mnohých ohledech mohla být dále vylepšena tak, aby na jedné straně ochrana byly vyšší a na druhé straně aby plnění

zákonných požadavků nemělo přílišný ekonomický dopad na regulované subjekty. Lze se domnívat, že zákon o podnikání na kapitálovém trhu poskytuje i dostatečnou ochranu vůči některým rozebíraným nekalým praktikám využívaným na zahraničních trzích; v této souvislosti však bude důležitý hlavně přístup regulátora, České národní banky, jak se bude stavět k vynucování zákonných norem. Zároveň bylo v práci na několika místech demonstrováno riziko spojené s derivátovými obchody, které by měl mít zákonodárce při koncipování regulace kapitálového trhu na mysli.

V práci byly blíže představeny derivátové obchody Československé obchodní banky, které vedly ke ztrátě cca 10 mld. Kč v důsledku jejich přecenění, zajišťovací obchody Českých aerolinií a rizikové obchody zkrachovalého hedžového fondu Long-Term Capital Management. Na těchto příkladech bylo ilustrováno, jak je odpovídající právní a účetní regulace derivátů důležitá a jak jsou derivátové nástroje vysoce rizikové, a to i pro nebankovní, resp. nefinanční instituce.

Zbývá doplnit, že cíle práce vytyčené v jejím úvodu snad byly splněny, a lze doufat, že práce bude sloužit jako podklad pro diskusi týkající se domácí, ale třeba i zahraniční právní regulace derivátů a obchodů a investičních služeb s nimi spojených.

Seznam zkratk

- ABS – Asset-backed securities (termín se nepřekládá – cenné papíry/investiční nástroje kryté aktivy)
- CDO – Collateralized Debt Obligations (termín se nepřekládá – sekuritizované dluhové instrumenty)
- CFD – Contracts for Difference (rozdílové smlouvy)
- CLN – Credit linked notes (termín se nepřekládá – dluhopisy s vloženým úrokovým derivátem)
- CP – cenné papíry
- ČNB – Česká národní banka
- FED – Federal Reserve System (Federální rezervní systém – centrální banka Spojených států amerických)
- FRA – Forward Rate Agreement (termín se nepřekládá – forwardová dohoda o úrokových sazbách,)
- FSAP – Financial Services Action Plan (Akční plán finančních služeb)
- IAS/IFRS – International Accounting Standards / International Financial Reporting Standards (Mezinárodní účetní standardy / Mezinárodní standardy finančního výkaznictví – dohromady "Mezinárodní účetní standardy")
- IPO – Initial Public Offering (primární veřejná nabídka akcií k úpisu)
- LIBOR – London Interbank Offered Rate (londýnská mezibankovní úroková sazba)
- LTCM – Long-Term Capital Management (bývalý americký hedžový fond)
- MBS – mortgage-backed securities (termín se nepřekládá – cenné papíry/investiční nástroje kryté hypotékami)
- MiFID – Markets in Financial Instruments Directive (Směrnice upravující trhy finančních nástrojů – směrnice 2004/39/ES)
- MTF – Multilateral Trading Facility (mnohostranný obchodní systém)

- OTC – Over-the-counter (termín se nepřekládá – neregulovaný trh)
- PIBOR – Paris Interbank Offered Rate (pařížská mezibankovní úroková sazba)
- PRIBOR – Prague Interbank Offered Rate (pražská mezibankovní úroková sazba)
- PSE – Prague Stock Exchange (Burza cenných papírů Praha)
- PXE – Power Exchange Central Europe
- SEC – US Securities and Exchange Commission (americká komise pro cenné papíry)
- US GAAP – Generally Accepted Accounting Principles of the United States (Všeobecně akceptované účetní standardy Spojených států amerických)
- USA – United States of America (Spojené státy americké)
- ZCP – zákon o cenných papírech
- ZKB – zákon o komoditních burzách
- ZKI – zákon o kolektivním investování
- ZPKT – zákon o podnikání na kapitálovém trhu

Použitá literatura a prameny

Monografie a články

- Ali, P. U. – Robbe, J. J. de V.: New Frontiers in Credit Derivatives. *Journal of Banking Regulation*, Vol. 6, 2005, pp. 175–182.
- Bakeš, M. a kol: Finanční právo. 4. aktualizované vydání. Praha: C. H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-431-7.
- Campbell, D. I. – Picciotto, S.: Exploring the Interaction between Law and Economics: The Limits of Formalism. *Legal Studies*, Vol. 18, No. 3, 1998, pp. 249-78.
- Hanzen, T. L.: Disparate Regulatory Schemes for Parallel Activities: Securities Regulation, Derivatives Regulation, Gambling, and Insurance. *Annual Review of Banking and Financial Law*, Vol. 24, Feb. 2005.
- Jílek, J.: Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti. 1. vydání. Praha: Grada, 2006. ISBN 80-247-1826-X.
- Jílek, J.: Finanční a komoditní deriváty. 1. vydání. Praha: Grada, 2002. ISBN 80-247-0342-4.
- Jílek, J.: Finanční a komoditní deriváty v praxi. 1. vydání. Praha: Grada, 2005. ISBN 80-247-1099-4.
- Kaššovič, J.: Lamfalussy proces. *Finančné trhy*, roč. 5, č. 3, 2008. ISSN 1336-711.
- Křížek, T.: Finanční deriváty jako předmět poskytování investičních služeb. Právnická fakulta Univerzity Karlovy, 2010.
- Křížek, T.: Implementace směrnice MiFID – dopady a problémy nové právní úpravy derivátů. Vysoká škola ekonomická v Praze, 2010.
- Litvinova, A.: A Regulatory Approach to Derivative Markets: The Benefits of Private Sector Oversight. Pace University, 2007.
- Picciotto, S. – Haines, J.: Global Financial Markets. *Journal of Law and Society*, Vol. 26, No. 3, Sep. 1999, pp. 351-368.

- Picciotto, S.: Fragmental States and International Rules of Law. *Social and Legal Studies*, No. 6, 1997, pp. 259-279.
- Stout, L. A.: Why the Law Hates Speculators? Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives. *Duke Law Journal*, Vol. 48, No. 4, Feb. 1999, pp. 701-786.
- Sůvová, H.: Regulace ratingových agentur, in: *Pojistný obzor*, Roč. 86, č. 1, 2009. ISSN 0032-2393.

Legislativa

Evropská legislativa

- Nařízení Komise (ES) č. 1287/2006 ze dne 21. srpna 2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnosti trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice.
- 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.
- Směrnice Komise 2006/73/ES ze dne 10. srpna 2006, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice.

Zákony

- Zákon č. 69/1922 Sb. z. a n., o plodinové burse v Bratislavě a o zákazu termínových obchodů s obilím a mlýnskými výrobky na Slovensku a v Podkarpatské Rusi, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 141/1961 Sb. o trestním řízení soudním (trestní řád), ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 530/1990 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání (živnostenský zákon), ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů.

- Zákon č. 229/1992 Sb., o komoditních burzách, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 600/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 363/1999 Sb., zákon o pojišťovnictví a o změně některých souvisejících zákonů (zákon o pojišťovnictví), ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších právních předpisů.
- Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 257/2004 Sb., kterým se mění některé zákony v souvislosti s přijetím zákona o podnikání na kapitálovém trhu, zákona o kolektivním investování a zákona o dluhopisech.
- Zákon č. 230/2008 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související předpisy, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 222/2009 Sb., o volném pohybu služeb, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 230/2009 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony.

Vyhlášky

- Vyhláška Energetického regulačního úřadu č. 541/2005 Sb., o pravidlech trhu s elektřinou, zásadách tvorby cen za činnosti operátora trhu s elektřinou a provedení některých dalších ustanovení energetického zákona, ve znění pozdějších předpisů.

- Vyhláška Ministerstva financí č. 500/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou podnikateli účtujícími v soustavě podvojného účetnictví, ve znění pozdějších předpisů.
- Vyhláška Ministerstva financí č. 501/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou bankami a jinými finančními institucemi, ve znění pozdějších předpisů.
- Vyhláška České národní banky č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry, ve znění pozdějších předpisů.
- Vyhláška Komise pro cenné papíry č. 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení, ve znění pozdějších předpisů.
- Vyhláška České národní banky č. 237/2008 Sb., o podrobnostech některých pravidel při poskytování investičních služeb, ve znění pozdějších předpisů.
- Vyhláška České národní banky č. 235/2009 Sb., o investičních nástrojích, do kterých může investovat standardní fond, ve znění pozdějších předpisů.

Ostatní

- Commodity Exchange Act – ch. 545, 49 Stat. 1491, přijatý 15. června 1936.
- České účetní standardy pro účetní jednotky, které účtují podle vyhlášky č. 500/2002 Sb., ve znění pozdějších předpisů.
- České účetní standardy pro účetní jednotky, které účtují podle vyhlášky č. 501/2002 Sb., ve znění pozdějších předpisů.
- Důvodová zpráva k novele zákona o podnikání na kapitálovém trhu, sněmovní tisk č. 420/0.
- International Accounting Standard 39 – Financial Instruments: Recognition and Measurement (Mezinárodní účetní standard IAS 39 – Finanční nástroje – rozpoznání a ocenění, ve znění pozdějších standardů).

- Opatření Ministerstva financí č. 63/2001 Fz., kterým se stanoví účtová osnova a postupy účtování pro podnikatele, č.j. 281/89 759/2001.
- Opatření Ministerstva financí č. 64/2001 F.z., kterým se stanoví účtová osnova a postupy účtování pro banky a některé finanční instituce, č.j. 282/73 390/2001.
- Statements of Financial Accounting Standards No. 133, Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities (Standard US GAAP FAS 133 – Účetnictví derivátových nástrojů a zajišťovacích činností, ve znění pozdějších standardů).

Judikatura a rozhodovací praxe

Domácí judikatura a rozhodovací praxe

- Komise pro cenné papíry: Z rozhodnutí komise – K obchodování bez povolení. Rozhodnutí KCP/03/2000 ze dne 30. ledna 2002.
- Komise pro cenné papíry: Z rozhodnutí komise – Rozhodnutí KCP/15/2000 ze dne 30. ledna 2002.
- Komise pro cenné papíry: Právní stanoviska a odpovědi na dotazy – Stanovisko KCP/40/2001 ze dne 22. prosince 2002.
- Komise pro cenné papíry – Rozhodnutí 10/SoO/16/2002/1.
- Komise pro cenné papíry: Z rozhodovací praxe – K vymezení investičních nástrojů, k povinnosti uvést postavení obchodníka do souladu se zákonem. Rozhodnutí KCP/5/2005 ze dne 8. července 2005.

Zahraniční judikatura a rozhodovací praxe (Spojené státy americké)

- State v. Stripling, 113 Ala. 120, 123-24 (1989).
- Cunningham v. National Bank, 71 Ga. 400, 403-5 (1882).
- Rumsey v. Berry, 65 Me. 570, 574 (1876).
- Cassard v. Hinmann, 14 How. Pr. 84, 90-91 (N.Y. Sup. Ct. 1856).
- Brua's Appeal, 55 Pa. 284, 298-99 (1867).
- Irwin vs. Williar, 110 U.S. 499 (1884).

Internetové zdroje

- Česká národní banka: Údaje o registrovaných subjektech – Seznamy regulovaných a registrovaných subjektů finančního trhu vedené Českou národní bankou. http://www.cnb.cz/cnb/jerrs.web07.intro_page, přistoupeno dne 20. února a 5. dubna 2010.
- České aerolinie a.s.: Výroční zpráva Českých aerolinií za rok 2008. <http://www.csanews.cz/cs/news/vyrocnizpravy/vz2008.pdf>, přistoupeno dne 20. prosince. 2009.
- Československá obchodní banka, a.s.: Tisková zpráva – Předběžné hospodářské výsledky za rok 2008: Skupina ČSOB očekává zisk 1 miliardu Kč. <http://www.csob.cz/WebCsob/Data/tz/2009/TZ090122a.pdf>, přistoupeno 10. února 2009.
- Československá obchodní banka, a.s.: Tisková zpráva – Skupina ČSOB vykázala za rok 2008 čistý zisk 1,034 mld. Kč. <http://www.csob.cz/WebCsob/Data/tz/2009/TZ090212a.pdf>, přistoupeno 10. února 2009.
- Československá obchodní banka, a.s.: Výroční zpráva za rok 2007. http://www.csob.cz/WebCsob/Csob/O-CSOB/Vztahy-k-investorum/Vyrocnipololetni-zpravy/Vyrocnizpravy/VZ_CSOB_2007.pdf, přistoupeno 10. února 2010.
- Československá obchodní banka, a.s.: Výroční zpráva za rok 2008. http://www.csob.cz/WebCsob/Csob/O-CSOB/Vztahy-k-investorum/Vyrocnipololetni-zpravy/Vyrocnizpravy/VZ_CSOB_2008.pdf, přistoupeno 10. února 2010.
- Deloitte: Summaries of International Financial Reporting Standards – IFRS 9 Financial Instruments. <http://www.iasplus.com/standard/ifrs09.htm>, přistoupeno dne 30. prosince 2009.
- Evropská Komise: Financial Services – Building a Framework for Action. http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/fs_en.pdf, přistoupeno dne 10. února 2010.

- Evropská Komise: Financial Services – Implementing the framework for financial markets: Action Plan.
http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/action_en.pdf, přistoupeno dne 10. února 2010.
- Forbes – Investopedia® A Forbes Digital Copany: Derivative.
<http://www.investopedia.com/terms/d/derivative.asp>, přistoupeno 15. února 2010.
- Komise pro cenné papíry: Metodika k investičním službám (MIS), verze do veřejné diskuse, říjen 2005.
http://www.cnb.cz/export/CZ/Informace_profesionalum/Verejna_diskuze/get_dms_file.do?FileId=2737
- Kurzy.cz: Ropa Brent – Graf vývoje ceny komodity – od 30.12.2006:
http://www.kurzy.cz/komodity/nr_index.asp?A=5&idk=38&od=30.12.2006&curr=USD, přistoupeno dne 30. prosince 2009.
- Ministerstvo financí ČR – Centrální depozitář cenných papírů, a.s.: Společná tisková zpráva Ministerstva financí ČR a Centrálního depozitáře cenných papírů, a.s ze dne 9. prosince 2009:
http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/tiskove_zpravy_51682.html?year=2009, přistoupeno dne 20. prosince 2009.
- Wikipedia: Contract for Difference.
http://en.wikipedia.org/wiki/Contract_for_difference, přistoupeno dne 2. dubna 2010.
- Wikipedia: Long Term Capital Management.
http://en.wikipedia.org/wiki/Long_term_capital_management, přistoupeno dne 28. prosince 2009.

Anotace

Název práce: Finanční deriváty a derivátové obchody po implementaci směrnice MiFID

Klíčová slova: Deriváty, investiční služby, MiFID

JEL klasifikace: K22 – Korporátní právo a právo cenných papírů

Práce se věnuje problematice právní úpravy derivátů a derivátových obchodů po implementaci evropské směrnice MiFID, které je jedním ze stěžejních prvků harmonizace regulace finančních trhů a investičních nástrojů. Cílem práce je podat přehled o hlavních změnách a problémech nové právní úpravy. Všechny poznatky jsou korigovány s ohledem na účel regulace kapitálových trhů, kterým je zajištění stability finančních trhů, a na poznatky z národní a mezinárodní účetní úpravy derivátů.

Práce se dále zaměřuje na terminologii používanou v souvislosti s deriváty a vyjasňuje termíny jako finanční deriváty, underlying – podkladová proměnná / podkladové aktivum, finanční instrumenty a další, a to s ohledem na evropské předpisy a mezinárodní účetní standardy. V práci se podrobně rozebírá dopad práva Evropských společenství na úpravu českého kapitálového trhu včetně praktických aplikací jeho dopadů na organizování obchodování s derivátovými instrumenty v České republice.

Další velkou částí práce je právní rozbor jednotlivých derivátových nástrojů a investičních služeb (hlavních a doplňkových investičních služeb), které se poskytují v souvislosti s deriváty. Tyto statě identifikují některé problémy české právní úpravy spojené s deriváty a navrhují způsob jejich možného odstranění. Rozebírána je i ochrana zákazníků, resp. investorů v souvislosti s derivátovými obchody, a to jak podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu, tak i podle zákona o kolektivním investování.

Poslední částí práce je rozbor způsobů obchodování na kapitálovém trhu zavedených harmonizací české právní úpravy finančních trhů s evropskou úpravou. Na několika místech práce jsou také uvedeny praktické příklady rizikových derivátových obchodů, které by měl zákonodárce mít při koncipování právní úpravy neustále na mysli, jelikož obchody s deriváty jsou vysoce rizikové a mohou mít dalekosáhlé dopady na stabilitu národního, ale především mezinárodního kapitálového trhu, jak ukazuje i průběh současné finanční a hospodářské krize mající kořeny právě v rizikových obchodech s deriváty jako např. asset-backed securities nebo kreditními deriváty.

Resume

Thesis: Financial Derivatives and Trading in Derivatives after MiFID implementation

Key Words: Derivatives, investment services, MiFID

JEL classification: K22 – Corporation and Securities Law

The thesis deals with the topic of derivatives and trading in derivatives regulation after implementation of European MiFID directive which belongs to the main pillars of capital markets and investment instruments regulation. The aim of the thesis is to present the main changes and problems of the new derivatives regulation in the Czech Republic. Also the main target of financial regulation – financial system stability – as well as the findings from inter/national accounting systems are considered.

Derivatives terminology is also clarified from the legal point of view – e.g. financial derivatives, underlying and underlying assets, financial instruments etc. with regards to the Czech legislation as well as international accounting standards. Also impact of European financial markets regulation is discussed in the thesis with practical applications on the Czech capital markets and organization of trading in derivative instruments in the Czech Republic as comprehensive European regulation of financial markets have been enacted within the Financial Services Action Plan; Markets in Financial Instruments Directives (MiFID) being the most important.

Another comprehensive part of the thesis is legal analysis of particular derivatives and investment services (investment services and ancillary services) related to derivatives. These parts of the thesis identify some problems of the Czech derivatives regulation and suggest possible ways of their mitigation. Also customer and investor protection under the capital markets act and collective investment act is discussed.

The last part is analysis of capital market trading platforms introduced within the process of harmonization with the European financial markets rules. There are several practical examples of risky trading in derivatives described in the thesis which the lawgiver should always bear in mind when regulating capital and financial markets; the derivatives trades are highly risky and can have extraordinary impact on stability not only of national financial markets but also of the international markets as in the case of current financial and economic crisis having the roots in risky derivatives trading in modern derivatives instruments such as asset-backed securities and credit derivatives.