

UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE

Právnická fakulta

Katedra finančního práva a finanční vědy

**Právní problematika operací s cennými
papíry a finančními deriváty**

Diplomová práce

Eva Heringová

Vedoucí diplomové práce:

prof. JUDr. Milan Bakeš DrSc.

Praha, červen 2012

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem předkládanou diplomovou práci vypracovala samostatně, všechny použité prameny a literatura byly řádně citovány a práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

V Praze dne 1. června 2012

Poděkování

Děkuji panu prof. JUDr. Milanu Bakešovi DrSc., vedoucímu své diplomové práce, za odborné vedení, cenné připomínky a účinnou pomoc při jejím zpracování. Dále bych chtěla poděkovat svým rodičům a přátelům za podporu a pomoc v průběhu celého mého studia.

V Praze dne 1. června 2012

Obsah:

Úvod.....	1
1. Cenné papíry	3
1.1 Pojem cenný papír a jeho úprava v českém právním řádu	3
1.2 Funkce cenných papírů	5
1.3 Třídění cenných papírů	6
1.4 Centrální depozitář cenných papírů	9
2. Finanční deriváty	12
2.1 Definice finančního derivátu	13
2.2 Funkce finančních derivátů.....	16
2.3 Třídění finančních derivátů a jejich jednotlivé druhy.....	17
3. Trhy cenných papírů a finančních derivátů	22
3.1 Trh s investičními nástroji a jeho struktura	23
3.2 Regulované trhy cenných papírů	29
3.2.1 Sekundární trhy v České Republice.....	31
3.2.2 Významné světové burzovní firmy a burzy.....	40
3.3 Trhy finančních derivátů.....	46
4. Dohled nad kapitálovým trhem a jeho regulace	50
4.1 Důvody pro regulaci a dohled nad kapitálovými trhy	51
4.2 Modely uspořádání finančního dohledu	53
4.3 Dohled nad českým kapitálovým trhem	55
4.4 Dohled nad kapitálovým trhem v rámci Evropské unie	58
Závěr	62
Seznam zkratk	69
Použitá literatura	70
Resumé.....	74

Úvod

V hospodářském vývoji byl a stále je stěžejním aspektem samotný způsob finančních plateb a získávání finančních prostředků. Z historického vývoje měl řadu podob (barterový obchod, zlaté mince), přičemž stále modernější způsoby vedly až k **zavedení cenných papírů a posléze i finančních derivátů**. Od počátků uvedení cenných papírů a finančních derivátů na trh se metody obchodování s nimi stávaly stále sofistikovanější a tím nabývala na důležitosti i potřeba jejich právního vymezení a posouzení při jejich používání. S ohledem na současný význam těchto finančních instrumentů, které stále více ovlivňují hospodářský i společenský život mnoha zemí, resp. při současné globální ekonomické provázanosti celý svět, jsem se rozhodla tuto oblast alespoň rámcově rozebrat z právního hlediska ve své diplomové práci.

Ta v **prvé řadě analyzuje právní úpravu cenných papírů, finančních derivátů a samotného obchodování s nimi** v českém právním řádu s cílem poukázat na úzká místa, která mohou v praxi vést k nejednoznačnému právnímu výkladu a přispět k odstranění těchto mezer. **Těžiště práce leží v komparaci institucionálního uspořádání trhů cenných papírů v České republice a v okolním světě a postihnutí nejnovějších vývojových trendů na těchto trzích včetně regulatorních reforem a jejich dopadů z právního hlediska.** V neposlední řadě je záměrem této práce **zhodnotit současný stav na finančních trzích** s úmyslem objasnit příčiny a možný vývoj v této oblasti.

První část práce se věnuje cenným papírům, jejich třídění a funkcím, které mohou plnit. Analyzuje se zde pojem cenný papír a nakládání s ním z pohledu českého právního řádu. Zároveň zde jsou nastíněny nejasnosti v legislativě, která se otázkou cenných papírů zabývá. Tato kapitola rovněž krátce pojednává o nových pravomocích Centrálního depozitáře cenných papírů, který se stal k 1. lednu 2012 jedinou institucí, která vede v České republice evidenci zaknihovaných cenných papírů.

Finanční deriváty, jejich možné funkce, třídění a základní typy jsou vymezeny **v kapitole druhé**. Rovněž zde jsou zmíněny jednotlivé typy finančních derivátů, a to nejen klasické zavedené druhy, ale i deriváty nově vzniklé. V této části se věnuje nemalý prostor hodnocení dosavadní právní úpravy finančních derivátů, přičemž je zde vysvětlen rozdíl mezi cennými papíry a finančními deriváty z obecného hlediska a těmi,

které jsou zároveň investičními nástroji, nebo-li předměty obchodování na kapitálovém trhu.

Následující část se orientuje na trhy cenných papírů a finančních derivátů v České republice a ve světě. V úvodu kapitoly je popsán trh s investičními nástroji a jeho specifika, dále se tato část zabývá jednotlivými burzovními institucemi, jejich komparací a postihnutí nejnovějších vývojových trendů na těchto trzích včetně regulatorních reforem z právního hlediska. Hodnotí se zde i povinnost implementovat do českého právního řádu evropské předpisy, upravující oblast kapitálového trhu a vliv těchto předpisů na současnou situaci trhů cenných papírů a finančních derivátů.

Regulaci a dohledu nad kapitálovým trhem se věnuje **poslední kapitola** této práce. Pojednává se zde o současném stavu dohledu nad českým kapitálovým trhem a srovnání jednotlivých modelů institucionálního uspořádání finančního dohledu. Tato část zejména analyzuje harmonizační proces Evropské unie v oblasti dohledu nad finančními trhy a hodnotí možné přínosy i rizika, která České republice vlivem implementace evropských předpisů vznikají.

1. Cenné papíry

Cenné papíry jsou oblíbeným finančním instrumentem s dlouhou tradicí. Jejich **historie sahá až do doby alexandrijské**, kdy dlužník stvrzoval věřiteli svůj závazek vystavením a podepsáním dlužního listu. V průběhu let se rozvoj cenných papírů dále rozšiřoval, velmi žádanými se staly zejména v období středověku, kdy je na svůj účet vystavovala tehdejší šlechta a církve. Rozhodující význam získaly s rozvojem kapitalismu, kdy se jejich použití rychle rozšiřovalo díky zdokonalování techniky bankovních operací. Dnes jsou cenné papíry klasickým nástrojem investování a obíhají na národních i mezinárodních trzích.

1.1 Pojem cenný papír a jeho úprava v českém právním řádu

Přestože je pojem „cenný papír“ v běžném životě hojně užívaným pojmem, **v právním řádu České Republiky nenajdeme žádnou jeho zákonnou definici.** Právní teorie definuje cenný papír jako objekt, který má čtyři hlavní znaky – je **nosičem (1) práva (2), se kterým je toto právo těsně spjato (3) a toto právo je majetkové právo soukromoprávní povahy (4).** Jinak řečeno, pojmem „cenný papír“ označujeme listinu, se kterou je právo spjato takovým způsobem, že bez ní nemůže být uplatněno. Pro cenné papíry je tedy charakteristické spojení dvou základních znaků, práva a listiny, v níž je toto právo inkorporováno.¹

Ustanovení § 1 odst. 1 zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech (dále jen „zákon o cenných papírech“) nám poskytuje demonstrativní výčet cenných papírů. Jsou jimi akcie, záložní listy, poukázky na akcie, podílové listy, dluhopisy, investiční kupóny, kupóny, opční listy, směnky, šeky, náložné listy, skladištní listy a zemědělské skladní listy.

Obecná právní úprava cenných papírů je obsažena v již citovaném zákoně o cenných papírech, který vedle obecných ustanovení obsahuje také úpravu jednotlivých smluv o cenných papírech, tzn. smlouvy o převodech cenných papírů, obstaratelské smlouvy, a. j. Úprava jednotlivých druhů cenných papírů je pak dále obsažena v následujících předpisech:

¹ KOTÁSEK, Josef. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 4. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005, 728 s. ISBN 80-717-9855-X, str. 19 - 20

- zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník – úprava smluv týkajících se cenných papírů, úprava cenných papírů souvisejících s akciovou společností, zejména tedy akcie, zátiční listy, opční listy, dluhopisy, náložní listy, skladištní listy (dále jen „obchodní zákoník“),
- zákon č. 191/1950 Sb., zákon směnečný a šekový – jak název zákona napovídá, obsahuje úpravu směnek a šeků (dále jen „zákon směnečný a šekový“),
- zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech – úprava týkající se dluhopisů (dále jen „zákon o dluhopisech“),
- zákon č. 307/2000 Sb., o zemědělských skladních listech a zemědělských veřejných skladech a o změně některých souvisejících zákonů – úprava zemědělských skladních listů (dále jen „zákon o zemědělských skladních listech a zemědělských veřejných skladech“),
- zákon č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád – úprava řízení o umoření listin (dále jen „občanský soudní řád“),
- zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování – úprava podílových listů (dále jen „zákon o kolektivním investování“).

Problematiky cenných papírů se dále dotýkají zejména zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen „zákon o podnikání na kapitálovém trhu“), který upravuje podmínky poskytování služeb v oblasti kapitálového trhu, ochranu kapitálového trhu a investorů a veřejnou nabídku cenných papírů, zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů (dále jen „zákon o dohledu v oblasti kapitálového trhu“), či zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance (dále jen „zákon o České národní bance“).

Současné znění zákona o cenných papírech neobsahuje obecnou definici cenného papíru, přestože ještě ve znění zákona platném od 31. prosince 2001 do 11. července 2002 jsme ji najít mohli. Tehdejší znění zákona popisovalo cenný papír jako listinu (nebo její nahrazení zápisem do zákonem stanovené evidence),

kteřá je prohlášena za cenný papír právním předpisem, přičemž v současné době je toto ustanovení nahrazeno demonstrativním výčtem cenných papírů.

Jak současná právní úprava, tak i výše zmíněná definice cenného papíru ovšem postrádají obecnou charakteristiku cenného papíru jako takového, což může vést k značné právní nejistotě, neboť zákonné definice právních pojmů jsou vodítkem pro výklad a interpretaci jednotlivých právních norem. Z tohoto hlediska by bylo jistě správné obecnou definici cenného papíru do českého právního řádu zakotvit a nepřenechávat její úpravu pouze v teoretickoprávní rovině.

1.2 Funkce cenných papírů

Cenné papíry představují specifické finanční nástroje, které umožňují plnit několik právních funkcí. Do cenného papíru je inkorporováno určité právo, které je s danou listinou úzce spojeno. Bez listiny nemůže být dané právo uplatněno (legitimační funkce), z čehož vyplývá, že toto právo zaniká zároveň se zánikem listiny. Ztrátu nebo zničení cenného papíru lze nahradit pouze jeho úředním umořením nebo jiným zákonným postupem. Výjimku tvoří zaknihované cenné papíry, u kterých se k uplatnění práv z nich vyplývajících užívá výpisu z evidence vedené Centrálním depozitářem cenných papírů. Cenný papír zaručuje jeho majiteli existenci v něm vtěleného práva (garanční funkce) a k převodu tohoto práva dochází převodem cenného papíru (převodní funkce). Základní funkce cenných papírů jsou tedy tři – legitimační, garanční a převodní.²

Nejvýznamnější funkcí je **funkce legitimační**. Listina slouží jako průkaz k výkonu práva, bez níž toto právo nemůže být uplatněno. Oprávněný je legitimován požadovat plnění od osoby zavázané a ta je povinna plnit. Povinný je ale na druhou stranu oprávněn odmítnout plnit každému, kdo listinu nepředloží.

Garanční funkce je zárukou majiteli, že jeho právo stále trvá a že kromě listiny nemusí vlastnit žádnou jinou záruku, která by existenci jeho práva dosvědčovala.

² DĚDIČ, J., MARČANOVÁ, J., VILD, J., *Právo cenných papírů a kapitálového trhu*, Praha: PROSPEKTUM, 2000, str. 39

Převodní funkce ulehčuje oběh práv a značně zjednodušuje obchodování na kapitálovém trhu. Cenné papíry lze snadno převádět; s převodem listiny dochází zároveň k převodu subjektivního práva s listinou spojeného. Kromě cenného papíru na jméno může k převodu dojít i bez souhlasu dlužníka.

1.3 Třídění cenných papírů

Ačkoliv můžeme cenné papíry členit z několika hledisek, základní členění vychází z jejich formy. Z tohoto hlediska zákon rozlišuje cenné papíry **na doručitele, na řad a na jméno**.³

Cenné papíry **na doručitele** (cenné papíry au porteur) neobsahují určení oprávněné osoby, z čehož plyne povinnost zavázané osoby plnit tomu, kdo takový cenný papír jednoduše předloží. Oprávněnou osobou je tedy každý jeho držitel. Převod se uskutečňuje pouze fyzickým předáním novému majiteli. V obchodním zákoníku se rovněž setkáme s označením „na majitele“, a to zejména ve vztahu k akciím.

Cenné papíry **na řad** (ordre papíry) jsou cenné papíry obsahující jméno oprávněné osoby s možností převodu rubopisem. Převodní právo může být v některých případech omezeno, což se děje zejména u tzv. rekta papírů (např. rekta směnka) anebo naopak výslovně přiznáno, což je obvyklé pro tzv. zákonné ordre papíry. Zákonnými ordre papíry jsou akcie na jméno, šeky na jméno a směnky či dluhopisy na jméno.

Rubopis spočívá v označení nového majitele na rubu cenného papíru a jeho předání. Obecné náležitosti rubopisu nejsou uvedeny v zákoně směnečném a šekovém, ale je vždy třeba použít právní úpravu vztahující se ke konkrétnímu druhu cenného papíru (např. obchodní zákoník ve vztahu k akciím). Nicméně úprava rubopisu v zákoně směnečném a šekovém má univerzální platnost, neboť skoro všechny právní předpisy upravující cenné papíry na řad (ordre papíry) odkazují na přiměřené použití úpravy směnečného práva ve vztahu k převodům práv z těchto cenných papírů. Tak je tomu v případě akcií, kdy ustanovení § 156 odst. 6 obchodního zákoníku odkazuje na přiměřené použití předpisů upravujících směnky; ve spojitosti s obecným odkazem na směnečné předpisy formulovaný v ustanovení § 18 zákona o cenných papírech.

³ Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, § 3, odst. 1

Cenné papíry **na jméno** (cenné papíry au nom) mají rovněž jméno osoby oprávněné v textu listiny, ale pokud zákon připouští, může být jejich převoditelnost omezena nebo i naprosto vyloučena. Nejčastěji dochází k omezení převoditelnosti u akcí a dluhopisů. Je-li převod listinného cenného papíru na jméno možný, musí se tak stát písemnou smlouvou o převodu cenného papíru. Převod rubopisem je vyloučen, a proto je změna k nim oprávněné osoby uskutečnitelná výhradně občanskoprávním způsobem (postoupením pohledávky, děděním apod.).

Uvedené třídění odpovídá zákonu o cenných papírech, ovšem jak již bylo nastíněno výše, u některých druhů cenných papírů může jedna ze tří uvedených forem chybět. Klasicky je tomu tak u tzv. ordre papírů, představujících specifickou formu cenných papírů. Nejčastěji se jedná o akcie na jméno a dluhopisy na jméno, které jsou právním předpisem označeny jako cenný papír na jméno, avšak současně je umožněna jejich převod rubopisem. Na tyto druhy cenných papírů se potom nahlíží jako na cenné papíry znějící na řad.⁴

Dále lze cenné papíry rozlišovat **podle podoby** na cenné papíry **listinné** a **zaknihované**. Listinné cenné papíry jsou listiny, kde je záznam práv spojeným s cenným papírem proveden emitentem cenného papíru na hmotném substrátu (např. směnka). Je-li ovšem záznam práv spojených s cenným papírem proveden nikoli písemně emitentem, ale pouze zápisem do příslušné evidence, pak se jedná o cenné papíry nehmotné (nematerializované), pro které zákon zavedl termín zaknihované cenné papíry, čili cenné papíry v zaknihované podobě.⁵

Zaknihované cenné papíry mohou být pouze zastupitelné cenné papíry, nebo-li cenné papíry vydané stejnou osobou (emitentem) a to v počtu větším než 1 kus, jedná-li se o cenné papíry stejného druhu, ve stejné formě a stejné podobě, ze kterých vyplývají stejná práva. Jejich evidenci vede v současné době Centrální depozitář cenných papírů.

Dalšími druhy jsou zejména cenné papíry **obchodovatelné** (které je možno získat na primárním i na sekundárním trhu cenných papírů) a **neobchodovatelné** (které je možno získat jen na primárním trhu, tj. přímo od emitenta), **hromadně emitované** (nejméně 1000 kusů) a **individuálně emitované, zastupitelné** (vydané stejnou osobou, ve stejné formě a nesoucí stejná práva a povinnosti) a **nezastupitelné**. Podle povahy

⁴ BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, 548 s. Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-807-4008-016, str. 425

⁵ Zákon o podnikání na kapitálovém trhu, Ostrava - Hrabůvka: Sagit, 2004, 256, § 3, odst. 1.

emitenta lze též rozlišovat cenné papíry **vydávané** (emitované) **státem** (např. státní dluhopisy) a cenné papíry **soukromé** (např. směnky, šeky, akcie).

V zákoně o cenných papírech chybí nejen již výše zmíněná obecná definice cenných papírů, ale v současném znění zákona již nenajdeme ani definici cenných papírů zaknihovaných. Přitom pojem zaknihovaného cenného papíru byl definován ještě v předchozím znění zákona, platném od 1. dubna 2003 do 30. dubna 2004. V § 1 odst. 3 se uvádělo, že listina, která je cenným papírem, může být nahrazena zápisem do zákonem stanovené evidence v případech stanovených zákonem. Z toho plynulo, že zákon považuje za zaknihované ty cenné papíry, ve kterých je listina (v níž je jinak inkorporováno určité subjektivní právo) nahrazena zápisem do zákonem stanovené evidence a subjektivní právo je spojeno právě s tímto zápisem.

Definice zaknihovaného cenného papíru nebyla při rekonstrukci převzata do žádného jiného zákona. Pojem zaknihovaný cenný papír se tak vyskytuje pouze jako legislativní zkratka v § 91 zákona o podnikání na kapitálovém trhu, kde se stanoví, že zastupitelné listinné cenné papíry mohou být nahrazeny zápisem do centrální evidence cenných papírů a v případě podílových listů otevřeného podílového fondu do samostatné evidence nebo do evidence České národní banky.

Řada odborníků na cenné papíry vidí současnou právní úpravu jako nedostačující. Profesor Dědič vidí zásadní problém v tom, že legislativní zkratka zavedená v určitém zákoně je právně relevantní jen pro daný zákon. Dále uvádí, že vzhledem k tomu, že obecná definice zaknihovaného cenného papíru z českého právního řádu zmizela, zřejmě nezbyvá než tuto legislativní zkratku de facto považovat za vymezení pojmu zaknihovaný cenný papír, jakkoliv je to z legislativně technického hlediska nesprávné.⁶

⁶ DĚDIČ, Jan . *Aplikované právo*. Praha, 2006, 2006(1). ISSN 1214-4878, str. 27 - 55

Nutnost zamyslet se nad stávající právní úpravou cenných papírů vyvstává i v otázkách terminologie jednotlivých zákonů. Především je třeba zmínit situace, kdy zákon připouští převod cenného papíru na jméno rubopisem. Pro tento případ je v § 3 odst. 3 zákona o cenných papírech stanoveno, že pokud právní předpis označuje cenný papír jako cenný papír na jméno a současně umožňuje jeho převod rubopisem, vztahují se na tento cenný papír ustanovení zákona o cenných papírech, které upravují cenné papíry na řad.

Dalším příkladem odlišné terminologie mohou být cenné papíry na doručitele, jak je nazývá zákon o cenných papírech, přičemž obchodní zákoník pro stejný typ cenných papírů užívá názvu cenné papíry na majitele. V § 3 odst. 2 zákona o cenných papírech se pak upravuje, že se na tento typ cenného papíru vztahují ustanovení o cenných papírech na doručitele.

Právní úprava jednotlivých forem cenných papírů je tedy značně nejednotná, místy až matoucí a vyžaduje změnu, jak z hlediska sjednocení terminologie jednotlivých zákonů, tak z hlediska doplnění chybějících definic základních pojmů.

1.4 Centrální depozitář cenných papírů

Dnem 7. července 2010 došlo k zahájení činnosti instituce centrálního depozitáře, který převzal agendu zaknihovaných cenných papírů v České republice, dosud spravovanou Střediskem cenných papírů. Středisko cenných papírů bylo rozhodnutím ministra financí k 31. prosinci 2011 zrušeno a vymazáno z obchodního rejstříku. **Od 1. ledna 2012 tedy veškerou činnost týkající se vedení evidencí zaknihovaných cenných papírů vykonává Centrální depozitář cenných papírů, a.s. (dále jen „centrální depozitář“).** Ten získal od střediska cenných papírů data za celou dobu jeho existence, tedy od roku 1993.⁷ V omezeném okruhu případů vede evidenci některých zaknihovaných cenných papírů (jedná se výlučně o dluhopisy s krátkodobou

⁷ MAŠEK, František. Středisko cenných papírů končí. Drobní investoři se o své akcie bát nemusí, <http://www.penize.cz/akcie/82916-stredisko-cennych-papiru-konci-drobni-investori-se-o-sve-akcie-bat-nemusi>

lhůtou splatnosti do jednoho roku, neboli tzv. státní pokladniční poukázky) také Česká národní banka (dále jen „ČNB“).⁸

Středisko cenných papírů založené dne 1. ledna 1993 Ministerstvem financí České republiky jako příspěvková organizace vedlo centrální evidenci cenných papírů, jejich majitelů a emitentů na základě zákona o cenných papírech. Předmětem činnosti střediska bylo dle tehdejšího § 56 odst. 1 zákona o cenných papírech především evidovat zaknihované cenné papíry a imobilizované cenné papíry, změny jejich majitelů a další údaje, které se jich týkají (v rozsahu stanoveném zákonem o cenných papírech), a dle § 56 odst. 3 zákona o cenných papírech také přijímat listinné cenné papíry do samostatné a hromadné úschovy.⁹

Středisko cenných papírů vzniklo pro potřeby kupónové privatizace a dávno již podle odborníků nesplňovalo nároky současného kapitálového trhu. Na jeho nedostatky odborníci upozorňovali již v 90. letech minulého století.¹⁰ Na základě ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu měly jeho funkce při vedení centrální evidence zaknihovaných cenných papírů přejít na centrální depozitář již v roce 2004, resp. od účinnosti zákona dne 1. května 2004, ovšem v důsledku komplikovaných a protahujících se jednání o technických aspektech převzetí a správy evidence zaknihovaných cenných papírů k tomu definitivně došlo až v roce 2010.

Licenci na provoz centrálního depozitáře vydala ČNB společnosti UNIVYC, a.s., což je dceřiný podnik Burzy cenných papírů Praha.¹¹ UNIVYC, a.s. se pak přeměnil na akciovou společnost Centrální depozitář cenných papírů, a.s.¹² Statut a činnost centrálního depozitáře jsou vymezeny v § 91–115, v § 200 odst. 10 a v § 202 zákona o podnikání na kapitálovém trhu, a to od počátku účinnosti zákona dne 1. května 2004. Zákon¹³ centrálnímu depozitáři svěřuje:

⁸ NOVOTNÝ, Petr. Centrální depozitář funguje. Evidence cenných papírů v České republice už je jednotná, <http://www.investicniweb.cz/trhy/akcie-cr/2010/11/5/clanky/centralni-depozitar-funguje-evidence-cennych-papiru-v-ceske-republice-uz-je-jednotna/>

⁹ Ministerstvo financí, Převod evidencí Střediska cenných papírů na Centrální depozitář cenných papírů, a. s. - Informace o vývoji a návrh postupu, listopad 2009

¹⁰ HOLEČEK, Milan. Centrální depozitář cenných papírů zahájil činnost a probudil tak dosud dřímající moderní právní úpravu v oblasti kapitálových trhů. *Právní rozhledy*. 2010, roč. 2010, č. 15. ISSN 1210-6410

¹¹ Centrální depozitář funguje jako instituce kapitálového trhu již od roku 1993. Byl založen v roce 1993 jako Burzovní registr cenných papírů, s.r.o. a až poté se transformoval na akciovou společnost s názvem UNIVYC, a.s.

¹² BCPP, Ročenka 2010, Burza cenných papírů Praha, a.s.

¹³ Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

- vedení centrální evidence všech zaknihovaných cenných papírů vydaných v České republice s výjimkou zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování a zaknihovaných cenných papírů vedených v evidenci ČNB, a to jednak na majetkových účtech vlastníků cenných papírů na straně jedné a správců cenných papírů na straně druhé, a jednak (paralelně) v evidenci emisí cenných papírů,
- vedení samostatné evidence vybraných investičních nástrojů (vedle dalších subjektů kapitálového trhu,
- provozování vypořádacího systému,
- přidělování identifikačních označení podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci cenných papírů (ISIN) investičním nástrojům.¹⁴

Vzhledem k **účastnickému principu** se zásadním způsobem změnila forma přístupu jednotlivých majitelů cenných papírů k jejich účtům. Majetkové účty lze nyní obsluhovat pouze prostřednictvím účastníků Centrálního depozitáře. Do Centrálního depozitáře již není nutné chodit nebo se dotazovat, jak bylo dříve běžné na přepážkách ve Středisku cenných papírů. Účastníci Centrálního depozitáře zajišťují veškeré služby pro majitele účtů, a samotní vlastníci cenných papírů tak s depozitářem přímo do styku vůbec nepřijdou.

Velkou novinku oproti původnímu systému představuje i **víceúrovňová struktura evidence cenných papírů** realizovaná zakotvením dvou typů účtů, na kterých mohou být cenné papíry v centrální evidenci cenných papírů evidovány, a to účtu vlastníka a účtu zákazníka (zákon oba typy účtů nazývá souhrnně majetkové účty). V praxi tento institut funguje následovně: centrální depozitář otevře účet vlastníka osobě, která je skutečným vlastníkem cenných papírů evidovaných na tomto účtu, anebo otevře účet zákazníka, resp. tzv. sběrný účet (v anglickém jazyce je užíván termín omnibus account) osobě, která není skutečným vlastníkem cenných papírů evidovaných na tomto účtu, ale pouze osobou smluvně oprávněnou s cennými papíry v určitém rozsahu nakládat (na základě smluv o úschově, správě, uložení či obhospodařování

¹⁴ BCPP, Ročenka 2011, Burza cenných papírů Praha, a.s.

cenných papírů).¹⁵ Tento systém evidence cenných papírů se již osvědčil v řadě evropských zemích.

Jak je patrné z výše uvedeného textu, důvodů pro zřízení Centrálního depozitáře cenných papírů byla celá řada. V popředí stála zejména nutnost zefektivnit fungování českého kapitálového trhu, standardizovat ho a přiblížit podmínky obchodování s cennými papíry do souladu se stavem v ostatních zemích Evropské unie. Po letech, kdy byly cenné papíry v České republice evidovány dvěma institucemi - Střediskem cenných papírů Praha a vypořádacím centrem Burzy cenných papírů Praha (UNIVYC), tak došlo ke sjednocení evidencí.

2. Finanční deriváty

Derivátové nástroje byly formulovány v Chicagu v důsledku sezónních výkyvů v zemědělské výrobě. Zemědělci a obchodníci začali používat forwardové kontrakty, aby se zajistili proti riziku nesrovnalosti v produkci. V dobách sezóny obilí nebyla skladovací zařízení v Chicagu dost velká na to, aby mohla pojmout obrovské zvýšení nabídky, která přišla po sezóně. Proto skupina obchodníků s obilím vytvořila tzv. „to arrive“ kontrakt (první je datován z roku 1851), který dovoloval farmářům zmrazit cenu a dodat obilí později.¹⁶ V roce 1874 byla vytvořena chicagská plodinová burza (Chicago Mercantile Exchange), na které se s těmito deriváty obchodovalo.

První burza, na které se začalo obchodovat s finančními deriváty, je chicagská opční burza (Chicago Board Option Exchange)¹⁷, založena v roce 1973. Hned v roce, kdy chicagská opční burza vznikla, začala obchodovat s opcemi. Nejdříve se obchodovalo s kupními opcemi na šestnáct akcií, a protože byly tyto opce velmi úspěšné, o pár let později se poprvé objevují i na American exchange, Philadelphia exchange a Pacific stock exchange.

¹⁵ HOLEČEK, Milan. Centrální depozitář cenných papírů zahájil činnost a probudil tak dosud dřímající moderní právní úpravu v oblasti kapitálových trhů. *Právní rozhledy*. 2010, roč. 2010, č. 15. ISSN 1210-6410

¹⁶ CHANCE, Don M. *Essays in Derivatives*. 2nd ed. New York: Wiley 2008, str. 27 - 33

¹⁷ www.cboe.com

V roce 1975 vznikla první úspěšná úroková futures; 80. léta pak znamenala počátek éry swapů a podobných OTC derivátů. Finanční deriváty začaly používat menší i větší společnosti k zajištění, v některých případech i ke spekulacím na úrokové míry, kurzy a komoditní rizika. V současné době tvoří deriváty neodmyslitelnou a velmi oblíbenou součást finančních trhů.

2.1 Definice finančního derivátu

Derivát je finanční nástroj, jehož cena je odvozena od jiného aktiva. Finančním nástrojem je podkladové aktivum, na kterém je založena cena derivátu. Podkladovými aktivy bývají nejrůznější finanční instrumenty, které se dělí na **finanční** a **reálné**. Finanční deriváty jsou tedy **finanční produkty, jejichž hodnota je založena na hodnotě podkladového (bazického) instrumentu**.¹⁸ Představují právo na nákup nebo prodej v určitém čase určitého finančního instrumentu běžně obchodovaného na trhu. Mají obvykle podobu smlouvy mezi dvěma stranami.

Derivát, který má finanční podkladové aktivum, bývá nazýván finanční. Do finančních podkladových nástrojů patří především akcie, dluhopisy, úrokové sazby, burzovní indexy, cizí měny a drahé kovy. Mezi reálná podkladová aktiva patří především komodity, nemovitosti a movité věci. Název komoditní derivát se používá pro derivát s komoditním podkladovým nástrojem. Lze se však setkat i s jinými podkladovými aktivy, které jsou jen těžce zařaditelné do těchto skupin, jako např. deriváty odvozené od klimatických ukazatelů, kde jsou podkladovými aktivy počty chladných či teplých dnů ve stanoveném budoucím období.¹⁹ Je tedy třeba si uvědomit, že pokud se v praxi setkáme pouze s obecným pojmem *deriváty*, jsou jimi označeny nejen finanční deriváty, ale i deriváty, odvozené od instrumentů trhů jiných než finančních.

V České Republice můžeme definici finančního derivátu najít v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu, v zákoně č. 219/1995 Sb., devizový zákon (dále

¹⁸ BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, 548 s. Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-807-4008-016, str. 428 - 429

¹⁹ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 2. rozšířené vydání. Ostrava: Key Publishing, 2010, 660 s. ISBN 978-80-7418-080-4, str. 435

jen „devizový zákon“) a v opatření č. j. 281/89 759/2001, kterým se stanoví účtová osnova a postupy účtování pro podnikatele v účtové osnově. Každý z těchto právních předpisů vymezuje derivát jinak - pouze pro svou oblast použití a nelze tedy tento výklad využít jako obecnou definici. Právní úprava finančních derivátů v českém právním řádu je tedy značně nejednotná.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu prošel mnoha novelizacemi, přičemž jeho současné znění sice neposkytuje přímou definici finančního derivátu, ale ustanovení § 3 odst. 1 tohoto zákona uvádí **výčet jednotlivých investičních nástrojů**, ve kterém jsou jednotlivé druhy finančních derivátů uvedeny.²⁰

V souvislosti s tímto výčtem je důležité zdůraznit rozdíl mezi pojmem *investiční cenný papír* a jemu nadřazeným širším pojmem *investiční nástroj*. V právní terminologii se můžeme dále setkat i s termínem *instrument finančního trhu*.

Zatímco pojem *cenný papír* je v českém právu delší dobu existující institut, pojem *investiční nástroj* byl do českého právního prostředí zaveden až v rámci

²⁰ Ustanovení § 3 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu uvádí, že investičními nástroji jsou:

- a) *investiční cenné papíry,*
- b) *cenné papíry kolektivního investování,*
- c) *nástroje peněžního trhu,*
- d) *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,*
- e) *nástroje umožňující přenos úvěrového rizika,*
- f) *finanční rozdílové smlouvy,*
- g) *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,*
- h) *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 evropském regulovaném trhu nebo v mnohostranném obchodním systému provozovaném osobou se sídlem v členském státě Evropské unie,*
- i) *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 určeny 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,*
- j) *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,*
- k) *nástroje, jejichž hodnota se vztahuje k majetkovým hodnotám, právům, závazkům, indexům nebo kvantitativně vyjádřeným ukazatelům, které nejsou uvedené v písmenu j) a mají znaky jiných derivátových investičních nástrojů; zejména jde o ty, které jsou obchodovány na evropském regulovaném trhu 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.*

harmonizace s právem Evropské unie, a to právě zákonem o podnikání na kapitálovém trhu.²¹

Druhy investičních nástrojů stanoví výše citované ustanovení § 3 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu, přičemž je třeba podotknout, že za investiční nástroje se nepovažují nástroje platební (např. šeky, většina směnek atd.)²². Pod pojmem *investiční nástroje* si můžeme přestavit jak cenné papíry, tak finanční deriváty. Užívání výše uvedených pojmů je v praxi dosti zmatečné, a to pro nedostatečné povědomí veřejnosti, která si tyto pojmy často plete. Zavedení stručné definice uvedených pojmů do zákona o podnikání na kapitálovém trhu by byla jistě prospěšná.

Termín *instrument finančního trhu* vysvětluje JUDr. Petr Kotáb jako „*předmět obchodování na finančních trzích, reprezentující peněžní prostředky na finančním trhu poptávané a nabízené*“.²³ Tento pojem je nejobecnější a zahrnuje všechny investiční nástroje i nástroje, které nejsou investičními nástroji, ale používají se při obchodování na finančních trzích, jako např. vklady u bank a družstevních záložen, ať už se jedná o běžné účty nebo o termínované vklady. Schématické zobrazení je znázorněno následujícím diagramem:



²¹ KOTÁSEK, Josef. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 4. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005, 728 s. ISBN 80-717-9855-X, str. 19 - 20

²² Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, § 3, odst. 5

²³ BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, 548 s. Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-807-4008-016, str. 423 - 424

2.2 Funkce finančních derivátů

S finančními deriváty se obchoduje z různých důvodů. Hlavními motivy pro koupi derivátu jsou **spekulace**, **potřeba zajištění** proti budoucím rizikům a **arbitráž**.²⁴

Spekulace (trading) je činnost při které investor sjednává obchod s cílem profitovat na cenovém vývoji. Spekulování s deriváty je často nazýváno jako hra s nulovým ziskem, protože částku, kterou jedna strana vydělá, druhá strana prodělá.²⁵ Za sjednání obchodu se neplatí nic nebo minimální částka v poměru k hodnotě podkladového instrumentu. S tím je spojen tzv. **finanční pákový efekt** – pokud např. na burze koupíte futures (druh finančního derivátu viz. kapitola 2.3) za 30 USD a jeho podkladovým instrumentem bude dluhopis o nominální hodnotě 1 000 000 USD, projeví se změna ceny dluhopisu o 20 USD (0,002 %) ve změně ceny futures také zhruba o 20 USD – v tomto případě se však bude jednat o 66 %. Rozdíl mezi vlastněním dluhopisu a futures na tentýž dluhopis je tedy podstatný, neboť u futures je dosahováno pákového efektu – zisky i ztráty jsou mnohem vyšší.

Potřeba zajištění (hedging) proti budoucím rizikům se odvíjí od skutečnosti, že při uzavření kontraktu obě strany ví, jakou částku v době splatnosti obdrží a na základě toho mohou rozvíjet své obchodní strategie. Jedna strana se zajišťuje proti neočekávanému poklesu ceny, což by pro ni znamenalo ztrátu, nebo naopak druhá strana se zajišťuje proti růstu ceny, které by pro ni také znamenalo ztrátu.²⁶

Arbitráž je založena na využívání diferencí cen z hlediska teritoriálního nebo časového.²⁷ Teritoriální arbitráž vzniká tehdy, pokud jsou stejné instrumenty obchodovány na odlišných trzích za odlišnou cenu a u přepravních nákladů. Časová arbitráž využívá rozdílných cen stejných instrumentů na trzích finančních derivátů. V případě, že diference cen je vyšší než náklady na arbitráž, finanční instrumenty na tomto trhu nakupujeme, pokud je diference cen nižší než náklady, finanční instrumenty prodáváme.

²⁴ DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. Vyd. 2., přeprac. V Praze: Oeconomica, 2008, 297 s. ISBN 978-80-245-1435-2, str. 12

²⁵ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, 703 s. ISBN 978-80-7357-297-6, str. 26

²⁶ ZMEŠKAL, Zdeněk. Přístupy k eliminaci finančních rizik na bázi finančních hedgingových strategií. *Finance a úvěr - Czech Journal of Economics and Finance*, 2004, roč. 54, c. 1–2, s. 50-63

²⁷ Arbitráží se v tomto případě nemyslí arbitráž coby mimosoudní řízení, ale arbitráž coby využívání rozdílů cen stejného zboží na různých trzích.

Mimo tyto základní funkce finančních derivátů stojí situace, kdy je **účelem** derivátu **forma odměny pro zaměstnance či člena statutárního orgánu**.²⁸ Ve většině případů představují tyto deriváty opce na akcie daného podniku a to za cenu nižší, než je jejich reálná hodnota.

V neposlední řadě existuje skupina účastníků derivátového trhu, kteří využívají deriváty k **finančním podvodům** spočívajícím v převodu peněz mezi různými subjekty. Motivem převodů peněz je zejména krácení daní či tzv. „tunelování“ společnosti.²⁹ Prostřednictvím derivátů je možné hladce přesunovat výnosy a náklady mezi jednotlivými účetními obdobími (např. lze odsunout výnosy na několik let dopředu, tj. klidně i „do nekonečna“) či mezi účetními jednotkami. Naproti tomu tunelování použitím derivátů vychází přímo z iniciativy vedení poškozených institucí či z iniciativy zaměstnanců poškozených institucí (s tichým souhlasem vedení). Podstatou tunelování je sjednávání nevýhodných derivátů pro určitý subjekt.

2.3 Třídění finančních derivátů a jejich jednotlivé druhy

Dle doc. Ing. Petr Dvořáka, Ph.D. můžeme rozdělovat deriváty podle pěti různých hledisek. Mezi základní členění patří druh rizika, na které je derivát vázán, charakter práva, vyplývající z kontraktu, forma obchodování, doba splatnosti kontraktu a účel využití derivátů.³⁰

Deriváty **podle druhu rizika** můžeme rozdělit na deriváty na **tržní, úvěrová či jiná** rizika.

Pomocí **derivátů na tržní rizika** se lze zajišťovat proti cenovým rizikům, přičemž toto riziko lze dále dělit dle typu finančního instrumentu, ke kterému se cena vztahuje. Tak rozdělujeme deriváty:³¹

- **úrokové**, jehož cenu bezprostředně ovlivňuje výše tržní úrokové sazby,

²⁸ JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. 1. vyd. Praha: Grada, 2005, 630 s. ISBN 80-247-1099-4, str. 90 - 92

²⁹ JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. 1. vyd. Praha: Grada, 2005, 630 s. ISBN 80-247-1099-4, str. 90 - 92

³⁰ DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. Vyd. 2., přeprac. V Praze: Oeconomica, 2008, 297 s. ISBN 978-80-245-1435-2, str. 12

³¹ Deriváty jsou seřazeny podle rizika vzestupně, tedy nejméně rizikový je úrokový derivát a nejvíce rizikový je derivát na jiná rizika.

- **měnové**, při kterých dochází k výměně dvou nebo více podkladových aktiv, kterými jsou úrokové instrumenty ve dvou nebo více měnách,
- **akciové**, u kterých dochází k výměně alespoň jednoho akciového instrumentu nebo dvou a více podkladových aktiv, kterými jsou úrokové nástroje,
- **komoditní**, které se skládají alespoň z jednoho podkladového komoditního nástroje³².

Deriváty na úvěrové riziko umožňují subjektům zajištění proti úvěrovému riziku tím způsobem, že plnění z nich plynoucí je vázáno na změny v bonitě (tzv. úvěrový rating) určitého subjektu či nástroje³³. Jejich plnění je odvozeno od určité právní či jinak přesně definované skutečnosti.

Deriváty mohou být sestrojeny i na **jiný druh rizika**. Existují např. deriváty, které jsou odvozeny od vývoje počasí (teplotě, množství srážek) ve vztahu k jejich pevně stanovené hodnotě, která byla sjednána v kontraktu³⁴.

Podle **charakteru práva** rozlišujeme dva typy derivátových kontraktů - **pevné (nepodmíněné) termínové kontrakty** a **podmíněné (opční) kontrakty**. U pevných (nepodmíněných) derivátů, mají obě smluvní strany povinnost sjednaný obchod splnit. U podmíněných (opčních), kde subjekt jejím zakoupením získává právo, nikoliv však povinnost provést obchod v budoucnosti za předem pevně sjednaných podmínek. **Pevné (nepodmíněné) termínové kontrakty se vyskytují ve třech různých formách, a to jako forwardové kontrakty, futures kontrakty a swapové kontrakty.**³⁵

Prodej a nákup **forwardových kontraktů** se uskutečňuje na neregulovaných trzích, které bývají často podle amerického vzoru nazývány OTC trhy³⁶. Tyto nástroje dávají držiteli právo koupit nebo prodat k budoucímu datu za určitou cenu určité množství komodit, cenných papírů nebo jiných aktiv. Forwardový derivát má často podobu FRA (Forward rate agreement) což je dohoda o termínové úrokové sazbě.

³² Komodita je zboží, které je na trhu obchodováno bez rozdílů v kvalitě. Dodávky od různých dodavatelů jsou vzájemně zastupitelné. Komodity obchodované na světových trzích jsou zejména energie, kovy, zemědělské produkty, maso a dobytek.

³³ DVORÁK, Petr. *Deriváty*. Vyd. 2., přeprac. V Praze: Oeconomica, 2008, 297 s. ISBN 978-80-245-1435-2, str. 34

³⁴ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 2. rozšířené vydání. Ostrava: Key Publishing, 2010, 660 s. ISBN 978-80-7418-080-4, str. 435

³⁵ JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. 1. vyd. Praha: Grada, 2005, 630 s. ISBN 80-247-1099-4, str. 57-58

³⁶ Z anglického výrazu *over-the-counter* = přes pult, přes přepážku

Subjekty, které sjednávají FRA, jsou prodávající (nachází se v krátké pozici) a kupující (nachází se v dlouhé pozici). Kupující se snaží zajistit si fixní úrokovou míru pro své budoucí závazky. Prodávající se snaží zajistit si pevnou úrokovou sazbu pro své budoucí pohledávky.³⁷ Forwardový derivát FRA je nejčastěji se vyskytujícím a nejvýznamnějším typem forwardu, který bývá často jako jediný z celé skupiny forwardů označován za pravý finanční derivát.³⁸

Futures kontrakty jsou ve své podstatě shodné s forwardy. Jsou to pevně stanovené kontrakty na budoucí prodej či nákup jistého finančního instrumentu, ale obchoduje se s nimi na standardizovaných burzách což je základní rozdíl mezi forwardem a futures.³⁹ V České republice probíhá obchodování s futures kontrakty na regulovaném speciálním trhu Burzy cenných papírů Praha, a.s. Futures je klasický typ standardizovaného burzovního obchodu.

Swapové kontrakty lze obecně charakterizovat jako smluvně sjednanou směnu předem stanovených instrumentů mezi dvěma či více subjekty v určitých termínech v budoucnosti. Jedná se převážně o OTC kontrakty, ale mohou se objevit i jako standardizované kontrakty obchodované na burzách. Jedná se o finanční deriváty, které opravňují k výměně podkladových nástrojů k určitým okamžikům v budoucnosti. Tedy představují několik forwardů s postupnou výměnou podkladových nástrojů.⁴⁰

Podmíněné (opční) kontrakty jsou takové kontrakty, při jejichž zakoupení subjekt získává právo, nikoliv však povinnost, na provedení daného obchodu v budoucnosti za předem pevně sjednaných podmínek. Naopak prodávajícímu vzniká povinnost na požádání kupujícího provést sjednaný obchod. S opcemi se obchoduje jak na burzovních, tak i na mimoburzovních trzích. Cena, za kterou je koupeno podkladové aktivum v případě uplatnění opce, se nazývá uplatňovací cena (strike price). Cena opce se nazývá opční prémie. Podle doby možnosti uplatnění dělíme opční kontrakty na opce amerického typu a opce evropského typu. Americká opce může být uplatněna podle volby majitele kdykoli po dobu její platnosti a je tedy výhodnější pro majitele a nevýhodnější pro poskytovatele v porovnání s evropskou opcí, která může být

³⁷ DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. Vyd. 2., přeprac. V Praze: Oeconomica, 2008, 297 s. ISBN 978-80-245-1435-2 (BROŽ.), str. 37

³⁸ BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, 548 s. Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-807-4008-016, str. 431 - 432

³⁹ JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. 1. vyd. Praha: Grada, 2005, 630 s. ISBN 80-247-1099-4, str. 181 - 182

⁴⁰ Dvořák, P. *Finanční deriváty*, přepracované 1. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomická, 1998, str. 149

uplatněna jen v poměrně krátkém časovém termínu okolo dne jejího vypršení.⁴¹ Podkladovým instrumentem opce mohou být komodity, akcie, obligace, také cizí měna, akciový index a dokonce i futures či swap. Existují různé varianty opčních kontraktů⁴²:

- **Kupní (call) a prodejní (put) opce** – Kupní opce stanovují vlastníkovu právo na koupi a prodejní opce právo na prodej podkladového aktiva za sjednanou realizační cenu ve stanovené době.
- **Exotické opce** – Do této skupiny patří celá řada různých opčních instrumentů. Právě kvůli velké rozmanitosti není možné vyslovit přesnou definici těchto opcí. Jsou zde všechny opce, které nejsou kupními nebo prodejními opcemi nebo jejich kombinacemi.
- **Cap, floor** – nástroje, jejichž nákupem získává vlastník nárok na plnění ve formě úrokového rozdílu, pokud tržní úrokové sazby vzrostou či klesnou pod pevně sjednanou sazbu
- **Collar** – jedná se o kombinaci cap a floor, což znamená, že vlastník dostává plnění při růstu úrokových sazeb nad a naopak poskytuje plnění při poklesu úrokových sazeb pod předem sjednanou sazbu
- **Opční listy** – Jedná se o speciální druh cenných papírů, s nimiž je spojeno opční právo

Výše uvedené čtyři základní typy finančních derivátů (forvardy, futures, swapy, opce) nejsou jedinými existujícími deriváty. Mimo ně se objevují i nové druhy finančních derivátů, jako např. investiční certifikáty nebo warranty. Nové typy derivátů často vznikají kombinací typů dosavadních. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu přitom stále zmiňuje jen tyto čtyři základní druhy, a to přesto, že např. s investičními certifikáty či warranty se na českém kapitálovém trhu obchoduje již radu let. Tyto dva typy finančních derivátů se ovšem stále řadí pod definici „jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke kurzu nebo hodnotě cenných

⁴¹ BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, 548 s. Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-807-4008-016, str. 433 - 434

⁴² JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. 1. vyd. Praha: Grada, 2005, 630 s. ISBN 80-247-1099-4, str. 338 - 339

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“, jak uvádí ustanovení § 3 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu v písmenu d). Investiční certifikáty a warranty by si přitom jistě zasloužili svoji samostatnou úpravu v zákoně.

Investiční certifikáty jsou podobným typem derivátů jako futures. Podobají se dlužním úpisům - emitent, který certifikát vydává, má právo disponovat s vloženými prostředky investorů. Roli emitenta hrají obvykle velké mezinárodní finanční instituce, většinou jde o banky a spořitelny.⁴³

Cenu investičního certifikátu stanovuje tzv. specialista (zpravidla emitent) na základě vývoje ceny podkladového aktiva. Druhů certifikátů je celá řada, v podstatě je ale můžeme rozdělit do dvou skupin na nepákové a pákové. U nepákových certifikátů cena kopíruje cenu podkladového aktiva. Pokud tedy cena podkladového aktiva stoupne o 15 %, zvýší se o 15 % i cena investičního certifikátu.⁴⁴

U pákových certifikátů jsou zisk či ztráta násobeny tzv. pákovým koeficientem. Dále může emitent určit v emisních podmínkách tzv. hraniční (knock-out) cenu. Jedná se o hranici, při jejímž překročení se certifikát stává bezcenným a přestává se s ním na burze obchodovat. Investice do knock-out certifikátů s sebou proto nese vyšší riziko.

Mezi další druhy odvozených instrumentů finančního trhu, které můžeme řadit mezi finanční deriváty, patří warranty. **Warranty** jsou obdobou opčních kontraktů, kdy majitel opce vstupuje do dlouhé (long) pozice a vypisovatel do krátké (short) pozice. Samotné warranty jsou tedy cenné papíry, které představují právo koupit (call warrant) nebo prodat (put warrant) předem dohodnuté množství podkladového aktiva za dopředu určenou realizační cenu (strike price)⁴⁵. Stanoven je i časový termín, kdy může být opce majitelem uplatněna (evropská opce) nebo do kdy může být uplatněna (americká opce).⁴⁶ Investor má právo, nikoliv povinnost koupit, případně

⁴³ BCPP, Ročenka 2011, Burza cenných papírů Praha, a.s.

⁴⁴ RM-SYSTÉM, Výroční zpráva za rok 2011, RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů

⁴⁵ BCPP, Ročenka 2011, Burza cenných papírů Praha, a.s.

⁴⁶ Warranty – definice, <http://www.patria.cz/FondyDerivaty/Warranty/Popis.html>

prodat podkladové aktivum. Pokud se rozhodne tohoto práva využít (tzv. uplatnění warrantu) získá podkladové aktivum. Warranty jsou považovány za vysoce rizikové cenné papíry. Jejich cenu odvozuje specialista na základě vývoje ceny podkladového aktiva.

Při členění derivátů dle **splatnosti** je nutné zdůraznit, že se jedná o splatnost ležícího bazického instrumentu, nikoliv o splatnost samotného derivátového kontraktu. Splatnost bazického úrokového instrumentu má význam z hlediska využití úrokových derivátů, protože z něho vyplývá, s jakou úrokovou sazbou je daný nástroj spojen.⁴⁷

Dělení derivátů **podle účelu využití** je v zásadě dělení derivátů podle funkce, kterou mají plnit. Jednotlivým funkcím finančních derivátů se podrobněji věnuje kapitola 2.2.

Dříve se finanční deriváty dělily ještě dle formy obchodování na burzovní a mimoburzovní. Vzhledem k novele zákona o podnikání na kapitálovém trhu ovšem toto dělení již postrádá význam. S deriváty se teď obchoduje buď na regulovaných trzích, nebo na trzích neregulovaných, pro které se vžilo výše uvedené označení OTC trhy. Novele zákona, do které se promítá evropská směrnice MiFID, se budeme věnovat v následující kapitole. Přijetím směrnice MiFID a její implementací do českého právního řádu klesá rovněž význam třídění derivátů podle druhu rizika. Směrnice MiFID rozděluje deriváty pouze do dvou základních skupin, a to na finanční deriváty a komoditní deriváty. Mezi finanční deriváty neboli „nekomoditní“ deriváty tedy patří opce, futures, swapy, úrokové termínové smlouvy, derivátové smlouvy pro přenos úvěrového rizika, finanční rozdílové smlouvy, apod.

3. Trhy cenných papírů a finančních derivátů

U zrodu prvních investičních obchodů stáli **počátkem 15. století** italští kupci. Jejich **potřeba směňovat krátkodobé cenné papíry za likvidnější prostředky**

⁴⁷ DVOŘÁK, Petr. Deriváty. Vyd. 2., přeprac. V Praze: Oeconomica, 2008, 297 s. ISBN 978-80-245-1435-2, str. 39

vyvolala vznik pravidelných schůzek na určených místech. Byly to zpravidla ulice a náměstí, kde se vytvářel pravidelný sekundární obchod. Sekundární trh nebyl formálně organizován a obchody měly nestandardizovaný charakter. Obchodníci se zpravidla neznali a trhy byly volně přístupné. Postupně se však zúžil okruh účastníků, kteří začali vytvářet burzovní spolky. V průběhu let začali vznikat burzy i v dalších evropských městech. Významným mezníkem vývoje světového trhu cenných papírů bylo zejména založení antverpské burzy v roce 1531. Tu následovali další města, která zakládají burzy, např. Lyon v roce 1546, Toulouse v roce 1549 či Paříž v roce 1563. Na těchto primitivních burzách se obchodovalo téměř výlučně s dluhovými státními cennými papíry. Další etapa vývoje trhů cenných papírů začala založením amsterdamské burzy v roce 1608. Založení amsterdamské burzy představuje velmi důležitý mezník v historii světového investičního bankovníctví, neboť se na této burze poprvé začalo obchodovat s majetkovými cennými papíry.

3.1 Trh s investičními nástroji a jeho struktura

S investičními nástroji se obchoduje na **finančním trhu**, který je definován jako soustava finančních institucí, vztahů, regulací a instrumentů, která mobilizuje a přerozděluje volné peněžní prostředky mezi ekonomickými subjekty na základě nabídky a poptávky. Setkává se zde nabídka peněz ze strany subjektů pocitující přechodný přebytek finančních prostředků s poptávkou po penězích ze strany subjektů pocitující jejich přechodný nedostatek.⁴⁸ Mezi tyto dva okruhy subjektů dále vstupují finanční zprostředkovatelé (obchodníci s cennými papíry, investiční zprostředkovatelé, institucionální investoři, depozitáře, organizátoři regulovaného trhu, apod.).

Hlavní funkcí finančního trhu je tedy redistribuce těchto prostředků na smluvním principu. Jak zmiňuje F. S. Mishkin ve své publikaci *Ekonomie peněz, bankovníctví a finančních trhů*⁴⁹: „*Finanční trhy mají v ekonomice významnou funkci zejména proto, že umožňují finančním prostředkům pohybovat se od těch, kteří nemají produktivní investiční příležitost, k těm kteří takové možnosti mají. Tím přispívají finanční trhy k vyšší produktivitě a efektivnosti ekonomiky jako celku. Přímo zvyšují*

⁴⁸ První okruh subjektů můžeme rovněž nazývat „investoři“, pro druhý okruh subjektů se vžil označení „emiténti“.

⁴⁹ BULÍŘ, A., a kol. Překlad knihy: MISHKIN, F. *Ekonomie peněz, bankovníctví a finančních trhů*. *Finance a úvěr*, 1991, roč. 41, č. 1, ISSN 0015-1920, str. 1-24

blahobyt spotřebitelů, neboť jim umožňují lépe načasovat nákup věcí. Poskytují mladým lidem prostředky na to, co potřebují a co i koneckonců mohou dovolit, aniž by je přitom nutily čekat do té doby, než si nastřádají na celou kupní cenu. Efektivně fungující finanční trhy zvyšují ekonomický blahobyt každého člena společnosti.“

Finanční trh se člení podle závislosti na toku, formách a stupni likvidity obchodovaného kapitálu na trh peněžní a kapitálový. Doc. Ing. Vladislav Pavlát, CSc. považuje členění dle tohoto kritéria za nejvýznamnější, přičemž rozdělení na trh peněžní a kapitálový pokládá za finanční trh v užším smyslu a za finanční trh v širším smyslu považuje komplex peněžního, úvěrového a kapitálového trhu.⁵⁰

Na trhu peněžním se obchoduje s krátkodobými finančními instrumenty. Setkávají se zde podniky s přechodným přebytkem peněžních prostředků a podniky s jejich přechodným nedostatkem. Podnik zde může krátkodobě získat volné peněžní prostředky (emitováním krátkodobých cenných papírů). Na peněžním trhu se obchoduje s cennými papíry krátkodobého charakteru, které jsou splatné maximálně do 1 roku (depozitní certifikáty, obchodní směnky, obligace).

Na trhu kapitálovém probíhá obchodování s dlouhodobými finančními instrumenty, jejichž splatnost se pohybuje v jednotkách či desítkách let, avšak minimálně 1 rok (dluhopisy, hypoteční úvěry, hypoteční zástavní listy). Dále se zde obchoduje s cennými papíry, které nemají splatnost stanovenou (akcie, podílové listy). Podnik zde může získat peněžní prostředky na pokrytí svých investičních potřeb (emise dlouhodobých cenných papírů, dlouhodobý úvěr). Hlavní funkcí tohoto trhu je emitování cenných papírů a jejich zprostředkování. Kapitálový trh je soustředěn zejména **na burzách**. Burza je instituce, která organizuje trh s investičními nástroji; je specifickou formou trhu, jenž je charakterizován místně, časově, osobně a vztahy zde vznikajícími. Základním právním předpisem upravujícím podmínky podnikání na kapitálovém trhu, poskytování služeb v oblasti kapitálového trhu a veřejnou nabídku cenných papírů je zákon o podnikání na kapitálovém trhu, který zároveň vymezuje základní instituty a pojmy podnikání na kapitálovém trhu.

⁵⁰ PAVLÁT, Vladislav. *Kapitálové trhy*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, c2003, 296 s. ISBN 80-864-1933-9, str. 20 - 22

Z hlediska teritoriálního umístění můžeme trhy rozdělit na národní, mezinárodní, eurotrhy či offshore trhy.⁵¹

Z hlediska forem obchodovaných peněžních prostředků se finanční trhy dělí na trhy dluhové, akciové, komoditní a devizové (včetně trhu se zlatem). Dluhové trhy představují trhy s úvěry a půjčkami a trhy s dluhovými cennými papíry (např. dluhopisy). Akciové trhy jsou trhy s akciemi, tj. nástroji s teoreticky nekonečnou splatností. Komoditní trhy se zařazují do finančních trhů pouze v případě trhu s cennými kovy (zlato, stříbro). U trhů devizových se jedná jednak o předchozí trhy dluhové, akciové nebo komoditní s tím, že nástroje jsou v cizích měnách a jednak o trh peněžních prostředků v různých měnách.⁵² Výše uvedené členění doplňuje řada autorů ještě o trhy s finančními deriváty⁵³, jakožto trhy se specifickými investičními nástroji, které nelze zařadit ani do jedné výše zmíněné kategorie.

Dalším dělením finančních trhů je dělení na **trhy promptní a termínované**. Na promptním trhu se obchoduje s cennými papíry nebo jinými finančními instrumenty s okamžitým dodáním – tj. během jednoho či několika dní (zpravidla se jedná o tři pracovní dny). Na trhu termínovaném se obchoduje s finančními instrumenty s dodáním v budoucnosti.

Dle finančních instrumentů a jejich emitování a umístění na finančním trhu dělíme finanční trh, a to zejména trh cenných papírů na trh primární a trh sekundární.

Na primárním trhu jsou cenné papíry emitovány (objevují se poprvé). Tyto cenné papíry mají umožnit získání nového oběžného kapitálu pro další rozvoj podnikatelské činnosti. Prodej cenných papírů může provádět sám emitent nebo může využít finančního zprostředkovatele. Podle metody emise rozlišujeme mezi emisí vlastní (emitent sám prodává své cenné papíry) a emisí cizí (pro prodej cenných papírů se využívá finančních zprostředkovatelů - bank, spořitelen, makléřských firem, aj.)

⁵¹ Offshore trhy představují trhy, kde je možno přijímat finanční prostředky od devizových cizozemců, a tyto jim též půjčovat, a kde jsou volně realizovány finanční operace všeho druhu, a kde je velice liberální tržní prostředí pro všechny zúčastněné. Nejvýznamnější offshore centra jsou např. The Channel Islands ve Velké Británii, Andorra, Gibraltar, Monako, Bahamy, Barbados, a další.

⁵² JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. 1. vyd. Praha: Grada, 2005, 630 s. ISBN 80-247-1099-4, str. 423

⁵³ např. MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 9788086929705, str. 34

Na sekundárním trhu se obchoduje s již dříve emitovanými cennými papíry. V celkovém objemu dochází k obchodování s cennými papíry mnohem častěji na sekundárním trhu, než na trhu primárním, proto se tato práce bude v nacházejících kapitolách sekundárním trhům širěji věnovat. V praxi se setkáváme s dalším členěním sekundárního trhu, a to dle stupně jeho vázanosti určitými stanovenými pravidly a podle toho, zda a jakým způsobem je institucionalizován, tj. zda se tržní aktivity koncentrují okolo určitého právního subjektu, který finanční trh reguluje, organizuje a obsluhuje. Z tohoto hlediska rozlišujeme **trh regulovaný (organizovaný) a neregulovaný (neorganizovaný)**. Regulovaný trh je trhem, kde licencovaný subjekt organizuje nabídku a poptávku po investičních instrumentech v souladu s platnou legislativou a podle stanovených pravidel a předpisů. **Dříve se regulovaný trh rozlišoval na trh burzovní a mimoburzovní, ovšem novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu (zákon č. 230/2008) rozdíl setřela a spojila oba pod jednotný pojem regulovaný trh.**

Důvodem přijetí novely byla především povinnost transpozice **evropské rámcové směrnice MiFID** (směrnice o trzích finančních nástrojů, dále jen dále jen „MiFID“)⁵⁴ a přijetí dalších prováděcích směrnic a nařízení vztahujících se k trhu s finančními nástroji. MiFID, která platí od roku 2007, stanovila pravidla pro poskytování investičních služeb ve finančních nástrojích ze strany bank a investičních firem a pro fungování tradičních burz i alternativních obchodních míst. Cílem MiFID je zprůhlednění veškerého obchodování s investičními nástroji a donucení všech obchodních platforem, aby zveřejňovaly ceny a podmínky obchodování v rámci tzv. před-obchodní a po-obchodní transparency. Směrnice zavedla dělení sekundárních trhů na **obchodování na regulovaném trhu, obchodování v mnohostranném obchodním systému a obchodování na základě systémové internalizace**. Zavedením pojmu regulovaný trh do českého právního řádu přinesla směrnice konec monopolu národních burz na obchodování s akciemi, neboť setřela rozdíl mezi burzovním a mimoburzovním trhem, což vedlo mimo jiné i k tomu, že dříve známý organizátor mimoburzovního trhu - RM-SYSTÉM má od 1. prosince 2008 oficiální status burzy cenných papírů.⁵⁵

⁵⁴ Directive on markets in financial instruments

⁵⁵ SMOLKOVÁ, Kateřina, Novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu, <http://www.epravo.cz/top/clanky/novela-zakona-o-podnikani-na-kapitalovem-trhu-55271.html>

Uvedená směrnice zlepšila postavení drobného klienta na kapitálovém trhu a vytvořila srovnatelné podmínky obchodování s finančními nástroji formou uceleného regulačního rámce. Směrnice MiFID klasifikuje zákazníky do tří skupin:

- **drobný zákazník** (retail client) - klient, který není profesionálem v oboru investic,
- **profesionální zákazník** (professional client) – klient, kteří jsou považováni za profesionály jsou např. investiční společnosti, úvěrové instituce, pojišťovny, apod.⁵⁶,
- **způsobilá protistrana** (eligible counterparty) - nejsofistikovanější třída investorů a účastníků trhu.

Největší ochrana je dle směrnice poskytována drobným investorům, kteří nemají velké znalosti a zkušenosti v oblasti investování; u profesionálních investorů (zákazníků) je míra ochrany nižší. Drobní investoři mohou požádat o změnu své klasifikace, jejich požadavku však nemusí být vždy vyhověno. Přestupem k profesionálním zákazníkům získá investor přístup k investičním nástrojům, které jsou jinak nedostupné, ale touto výměnou se vzdává části ochrany, která drobnému investorovi náleží, popř. dostává od obchodníka méně informací nebo varování.⁵⁷

Neregulovaný trh je volně přístupným trhem, kde poptávka a nabídka instrumentů není organizována žádným subjektem. Na trhu obchodují investoři, kteří disponují určitými instrumenty a prodávají každému, kdo přijde a respektuje jejich cenu. Neregulované trhy se nazývají podle amerického vzoru OTC trhy. Účastníci OTC trhů uzavírají obchody prostřednictvím internetu, telefonu a zprostředkovatelů (dealerů), místo klasického "parketového obchodu". Není tu jedno, ústřední obchodní místo. Transakce tu uzavírají finanční instituce, banky, brokeři, dealeři a individuální zákazníci. Tento trh nepodléhá tak přísným, standardizovaným pravidlům, nejčastěji však na něm působí subjekty, jež jsou držiteli licencí udělených příslušnými úřady.⁵⁸ Trh tedy sice není řízený, jeho subjekty však rozhodně ano. Příkladem neregulovaného

⁵⁶ Podrobný seznam, kdo je profesionálním zákazníkem je uveden v Příloze II. Směrnice.

⁵⁷ MAIXNEROVÁ, Lucie Co přináší směrnice MiFID českému kapitálovému trhu, <http://www.ekonomikaamanagement.cz/cz/clanek-co-prinasi-smernice-mifid-ceskemu-kapitalovemu-trhu.html>

⁵⁸ Konzultační materiál - Tržní infrastruktura (Market Infrastructure), Ministerstvo financí České republiky, Odbor legislativy finančního trhu, Oddělení Kapitálový trh, str.50

trhu je trh MTF provozovaný Burzou cenných papírů Praha, a.s., kde veškeré podmínky přijetí, přístupu a obchodování stanovuje pouze burza.⁵⁹

Implementace směrnice MiFID do českého právního řádu dle mého názoru velmi prospěla současné situaci na českém kapitálovém trhu, a to zejména díky její snaze ochránit drobné investory. Směrnice si klade za cíl zvýšit úroveň služeb poskytovaných malým investorům, kteří mnohdy investují do cenných papírů bez kvalifikovaných znalostí, často z důvodu, že mezi nimi a subjektem, jehož cenné papíry (popřípadě finanční deriváty) kupují, existuje určitý osobní, regionální či jiný vztah. Tito investoři pochopitelně nemají tak velké finanční portfolio jako profesionální zákazníci a investováním na kapitálovém trhu riskují velké ztráty na svém majetku. Je proto dobře, že evropské předpisy mají tendenci být prospěšnější pro drobné zákazníky, kteří tak budou čím dál tím častěji zvažovat investici do různých druhů finančních instrumentů.

V současné době se uvažuje o změně směrnice MiFID – Evropská komise předložila k projednání Evropskému parlamentu a Radě návrh na úpravu směrnice⁶⁰, který vychází ze zkušeností její aplikace a nově upravuje zejména změnu tržní struktury, zohlednění technologických inovací, posílení dohledových pravomocí pro trhy s komoditními deriváty a ochranu investorů. Revidovaná směrnice MiFID stanoví přísnější požadavky na správu portfolia, investiční poradenství a nabídku složitých finančních produktů. S cílem zabránit možnému střetu zájmů bude nezávislým poradcům a správcům portfolia zakázáno provádět platby pro třetí strany nebo je od nich přijímat.⁶¹ Mimo mnohostranné obchodní systémy a regulované trhy, které jsou ve směrnici MiFID již zahrnuty, by měly být nově v rámci regulačního rámce doplněny o nový typ obchodního místa - organizovaný obchodní systém (Organised Trading Facility – OTF). Kromě toho se zavedou nová zvláštní označení pro trhy malých a středních podniků, aby se jim umožnil přístup na kapitálový trh.

⁵⁹ BCPP, Ročenka 2011, Burza cenných papírů Praha, a.s.

⁶⁰ Návrh směrnice Evropského parlamentu a Rady o trzích finančních nástrojů a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES (přepřacované znění). KOM (2011) 656, 20. 10. 2011

⁶¹ MIŠŮR, Peter. Evropská komise předložila ambiciózní legislativní plán na rok 2012. *Obchodněprávní revue* 2/2012, s. 53

3.2 *Regulované trhy cenných papírů*

Regulovaný trh i mnohostranný obchodní systém jsou samostatně upraveny jako trhy s investičními nástroji v části páté zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Organizátorem regulovaného trhu může být pouze právnická osoba, která obdržela povolení od ČNB.⁶² Povolení ČNB získá jenom společnost, která má formu akciové společnosti nebo společnosti s ručením omezeným a splní další podmínky, uvedené v ustanovení § 38 zákona o podnikání na kapitálovém trhu (sídlo burzy musí ležet na území České Republiky, vlastní kapitál musí činit nejméně 730 000 EUR, apod.) **Největším českým organizátorem trhu s cennými papíry je Prague stock exchange (PSE) - Burza cenných papírů Praha, a.s. (dále jen „BCPP“).**⁶³ **Burzou pro malé a střední investory je RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů a.s. (dále jen „RM-SYSTÉM“).**⁶⁴ Investiční nástroje mohou být přijaty k obchodování na regulovaném trhu jen na základě rozhodnutí příslušného organizátora regulovaného trhu a při dodržení zákonem stanovených podmínek a postupů. Podmínky pro přijetí jsou stanoveny příslušným organizátorem regulovaného trhu, přičemž některé vyplývají přímo ze zákona. Takovou podmínkou je např. přidělení identifikačního označení podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci cenných papírů⁶⁵ či uveřejnění tzv. prospektu cenného papíru⁶⁶.

Pokud je investiční nástroj přijat k obchodování na regulovaném trhu, vystávají tím emitentovi i majiteli nástroje určité povinnosti, vyplývající ze zákona o podnikání

⁶² Srovnatelné postavení mají regulované trhy i v dalších členských státech Evropské unie.

⁶³ BCPP, Ročenka 2011, Burza cenných papírů Praha, a.s.

⁶⁴ RM-SYSTÉM, Výroční zpráva za rok 2011, RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů

⁶⁵ Identifikační označení ISIN (International Security Identification Number) přiděluje Centrální depozitář cenných papírů.

⁶⁶ BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-807-4008-016, str. 448: „Prospekt cenného papíru je podrobný informační dokument obsahující údaje, které jsou vzhledem ke konkrétní povaze emitenta a příslušného cenného papíru nezbytné pro investory k zasvěcenému posouzení nabízeného cenného papíru a práv s ním spojených. Údaje obsažené v prospektu se dělí na údaje o emitentovi, údaje o cenném papíru a shrnutí prospektu. Podrobné obsahové náležitosti prospektu stanoví přímo použitelný předpis evropského komunitárního práva, a to nařízení Evropské komise č. 809/2004 ze dne 29. dubna 2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů. Prospekt cenného papíru musí být schválen ČNB nebo jiným orgánem dohledu členského státu Evropské unie.“

na kapitálovém trhu.⁶⁷ Především se jedná o **povinnosti informačního rázu**, jejichž prostřednictvím má být zajišťována dostatečná transparentnost trhu a spravedlivé výchozí podmínky pro všechny investory. Emitent cenného papíru musí vypracovat a uveřejnit výroční zprávu a pololetní zprávu, poskytovat účastníkům trhu veškeré důležité informace, zajistit rovné zacházení se všemi vlastníky cenných papírů, které vydal, uveřejnit a zaslat ČNB každou informaci o svolání valné hromady, rozhodnutí o vyplácení dividendy, rozhodnutí o vydání nových akcií, apod.

Mnohostranný obchodní systém představuje alternativu k regulovaným trhům. V podstatě se jedná o volný trh zákonem definovaný jako mnohostranný obchodní systém s volnějším podmínkami pro přijetí cenných papírů, bez informačních a jiných povinností stanovených zákonem o podnikání na kapitálovém trhu, a proto je zde možné obchodovat i s finančními instrumenty, které nesplňují podmínky pro přijetí na regulovaný trh dle ustanovení § 56 zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Nepodléhá tak přísné regulaci jako burzy, což umožňuje větší volnost emitentů i investorů. Mnohostranný obchodní systém může bez dodatečného povolení provozovat organizátor regulovaného trhu vedle trhu regulovaného nebo obchodník s cennými papíry, pokud získá povolení ČNB. **Organizátorem mnohostranného obchodního systému v České republice je RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů a.s.**

Poslední druh obchodování na sekundárním trhu zavedený směrnicí MiFID - **obchodování na základě systémové internalizace** upravuje zákon o podnikání na kapitálovém trhu v § 17a, jako jedno z pravidel činnosti a hospodaření obchodníka s cennými papíry. Systematickou internalizací se rozumí poskytování investiční služby, při které obchodníci s cennými papíry systematicky obchodují se svými zákazníky na vlastní účet mimo regulované trhy.

Je třeba si uvědomit, že dřívější a stále hojně v praxi používané dělení regulovaného trhu na trh burzovní a mimoburzovní není již díky přijetí evropské směrnice MiFID aktuální. Snaha Evropské unie o sjednocení podmínek obchodování na kapitálových trzích ve všech členských zemích se promítá i do českého právního řádu. Ruší se zastaralé instituty v této oblasti a nahrazují se

⁶⁷ BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, 548 s. Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-807-4008-016, str. 450

jednotnou evropskou úpravou. V současné době se tedy dle právní úpravy Evropské unie obchoduje s investičními nástroji jak na neregulovaných, tak na regulovaných trzích a dále v rámci mnohostranných obchodních systémů, přičemž v budoucnu se plánuje doplnit tyto trhy ještě o nový typ obchodního místa - organizovaný obchodní systém. Mimo to se může samozřejmě s investičními nástroji obchodovat na trhu neregulovaném. Cílem Evropské unie je zavést jednotný regulatorní rámec pro obchodování s investičními nástroji, který má zabránit provozování nekalých praktik na sekundárních trzích a zjednodušit samotné obchodování s finančními instrumenty.

3.2.1 Sekundární trhy v České Republice

Sekundární trhy se v České republice začaly utvářet až v polovině minulého století, kdy byla v roce 1855 založena prozatímní burza v Praze. Předmětem obchodů byly zejména směnky a valuty. Pražská bursa pro zboží a cenné papíry byla zřízena na základě povolení rakouského ministra obchodu v roce 1871. V roce 1892 se z pražské burzy vyčlenilo obchodování se zemědělskými plodinami a mlýnskými výrobky, poněvadž byla v Praze zřízena samostatná plodinová burza.

Burza cenných papírů Praha, a.s.

Burza cenných papírů Praha, a.s. byla zapsána do obchodního rejstříku dne 24. listopadu 1992. Zakladateli bylo 12 českých a slovenských bank a 5 obchodníků s cennými papíry. BCPP je nejvýznamnější burza v České republice, provozuje hlavní obchod s akciemi v zemi.⁶⁸ Je součástí skupiny CEE Stock Exchange Group (CEESEG), jejímiž členy jsou také další tři středoevropské burzy cenných papírů, a to Burza cenných papírů Vídeň (Wiener Börse), Burza cenných papírů Budapešť (Budapesti Értéktőzsde) a Burza cenných papírů Lublaň (Ljubljanska borza). Skupina

⁶⁸ BCPP, Ročenka 2011, Burza cenných papírů Praha, a.s.

vstoupila jako nový a silný aktér na mezinárodní burzovní scénu v září 2009 a dnes je největší skupinou burz ve střední a východní Evropě.⁶⁹

BCPP se dříve řídila zákonem č. 214/1992 Sb., o burze cenných papírů. Ten byl ovšem v roce 2004 zrušen a právní úprava burzy byla přesunuta do zákona o podnikání na kapitálovém trhu. **Dnes se tedy BCPP řídí zákonem o podnikání na kapitálovém trhu a burzovním řádem, který si burza sama stanovuje ve svých stanovách a vnitřních předpisech.** Návrhy těchto předpisů předkládá burza České národní bance jako součást žádosti o povolení dle ustanovení § 38 odst. 1 písm. e) zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Veškerou činnost BCPP kontroluje ČNB. Pravidla, pod kterými funguje, jsou harmonizována s pravidly Evropské unie, a to zejména s výše uvedenou směrnicí MiFID. BCPP je založena **na členském principu**, což znamená, že přístup do burzovního systému a právo obchodovat mají pouze licencovaní obchodníci s cennými papíry, kteří jsou zároveň členy burzy.⁷⁰ **K uzavírání burzovních obchodů jsou oprávněni pouze členové burzy a ze zákona o podnikání na kapitálovém trhu také ČNB a Ministerstvo financí České republiky.** Do roku 2011 prováděli obchodování na burze prováděli pouze domácí členové, dokud v roce 2011 nebyli přijati dva noví zahraniční členové obchodování - EQUILOR Investment Ltd. se sídlem v Maďarsku a společnost Ipopema Securities S.A. se sídlem v Polsku. Tyto dvě zahraniční společnosti představovaly 0,5 % celkového objemu obchodu s akciemi.⁷¹ Členem burzy může být jen obchodník s cennými papíry nebo zahraniční osoba s povolením k poskytování investičních služeb, která splňuje podmínky stanovené Burzovními pravidly. Člen burzy jedná vždy vlastním jménem prostřednictvím svého makléře. Převedení členství na jiný subjekt je možné pouze za souhlasu burzovní komory.

Nejvyšším orgánem burzy je valná hromada, která odvolává a volí členy burzovní komory a dozorčí rady, kontrolním orgánem je dozorčí rada.⁷² Činnost burzy řídí burzovní komora, je statutárním orgánem a jedná jménem burzy. Ta si může také zřídit tzv. burzovní výbory, které se zabývají konkrétními činnostmi a volí burzovního ředitele. Celé organizační schéma BCPP je zřejmé z následujícího grafu.

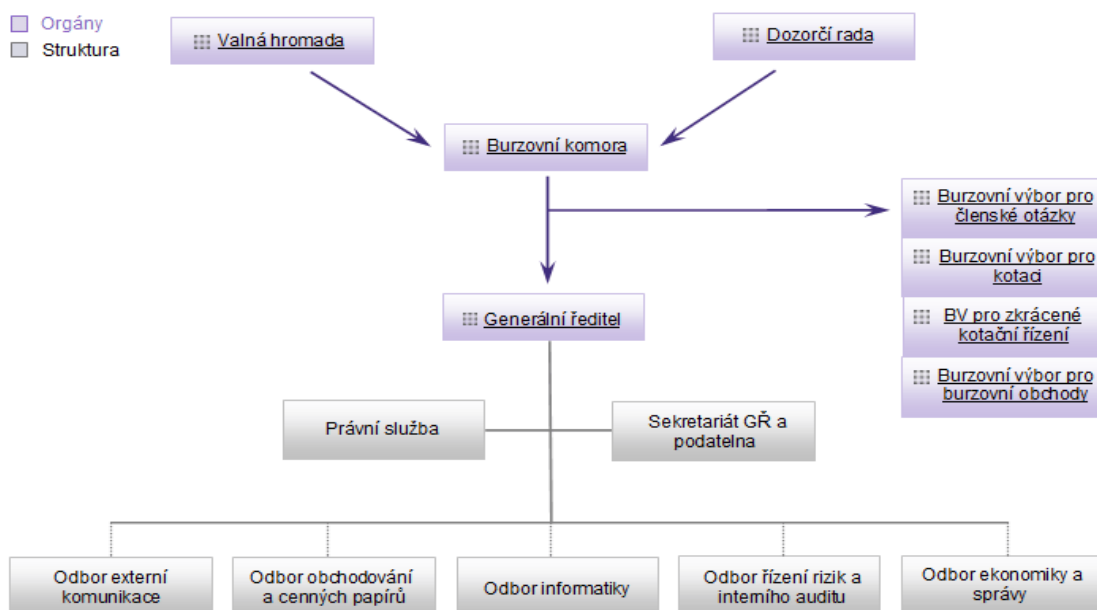
⁶⁹ BCPP, Výroční zpráva za rok 2010, Burza cenných papírů Praha, a.s.

⁷⁰ BCPP, Ročenka 2011, Burza cenných papírů Praha, a.s.

⁷¹ BCPP, Výroční zpráva za rok 2010, Burza cenných papírů Praha, a.s.

⁷² V rámci burzy působí ještě Burzovní rozhodčí soud, který rozhoduje spory z burzovních obchodů.

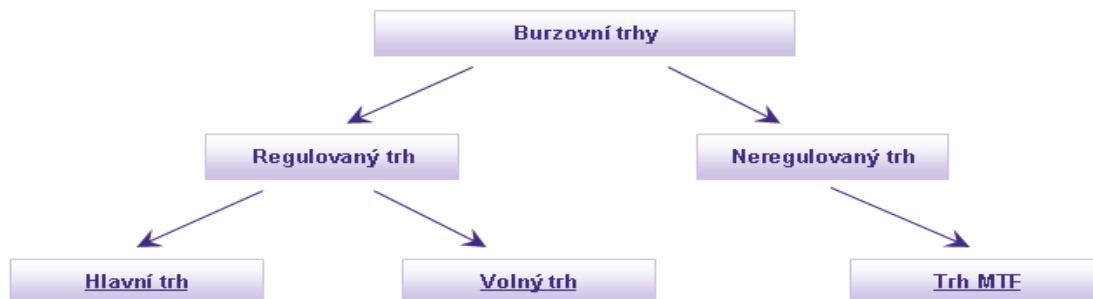
Organizační schéma BCPP: ⁷³



Burzovní trh lze charakterizovat jako zvláštním způsobem organizované shromáždění subjektů, kteří osobně (prezenční typ burzy), prostřednictvím počítačového systému (elektronický typ burzy) nebo hybridním způsobem (hybridní typ burzy) obchodují s přesně vymezenými instrumenty, přesně vymezeným způsobem, podle přesně vymezených burzovních pravidel a předpisů, v přesně vymezeném čase.⁷⁴

BCPP je organizátorem trhu regulovaného i neregulovaného (trh MTF). Regulovaný trh dělí na trh hlavní a volný. Schématické zobrazení je znázorněno následujícím diagramem.

Burzovní trhy BCPP: ⁷⁵



⁷³ BCPP, Ročenka 2011, Burza cenných papírů Praha, a.s.

⁷⁴ Burzy a mimoburzovní trhy, <http://www.penize.cz/15864-burzy-a-mimoburzovni-trhy>

⁷⁵ BCPP, Ročenka 2011, Burza cenných papírů Praha, a.s.

Hlavní trh je v souladu se zákonem o podnikání na kapitálovém trhu trhem regulovaným oficiálním. Cenné papíry přijímané na tento trh musí splňovat podmínky stanovené ustanovením § 65 zákona o podnikání na kapitálovém trhu a Burzovními pravidly.⁷⁶ Obchoduje se zde s nejoblíbenějšími⁷⁷ cennými papíry (s akciemi, dluhopisy, podílovými listy, apod.) O přijetí cenného papíru na trh rozhoduje výbor BCPP pro kotaci za velmi přísných podmínek. Mezi tyto podmínky patří výše základního jmění dle obchodního zákoníku, alespoň dva roky podnikatelské činnosti, objem veřejné emise 200 mil. Kč, existence auditovaných účetních závěrek emitenta⁷⁸ a další.

Volný trh je v souladu se zákonem o podnikání na kapitálovém trhu trhem regulovaným. Investiční nástroje přijímané na tento trh musí splňovat podmínky stanovené v ustanovení § 56 zákona o podnikání na kapitálovém trhu a Burzovními pravidly.⁷⁹ Burza na tomto trhu neklade na emise a jejich emitenty vyšší nároky, než je určeno obecně platnými zákony týkajícími se kapitálového trhu. Na volném trhu lze též obchodovat s krátkodobými dluhopisy, tj. s dluhopisy, jež mají splatnost maximálně 12 měsíců⁸⁰.

Trh MTF je neregulovaným trhem tzn., že veškeré podmínky přijetí, přístupu a obchodování stanovuje pouze burza. Základní pravidla pro provozování tohoto systému jsou popsána v ustanoveních § 69 -73 zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Pro společnosti obchodované na tomto trhu neplatí přísnější pravidla stanovená pro společnosti obchodované na regulovaných trzích.

Na BCPP je možné uzavírat různé typy obchodů. V současné době jsou to Automatické obchody (dělí se na aukční nebo kontinuální režim), SPAD obchody a Blokované obchody.⁸¹ Obchodování v aukčním režimu je založeno na shromáždění objednávek k nákupu a prodeji investičních instrumentů k jednomu časovému okamžiku. Výsledkem tohoto obchodování je stanovení aukční ceny. Na obchodování v aukčním režimu navazuje obchodování v kontinuálním režimu.

⁷⁶ BCPP, Ročenka 2011, Burza cenných papírů Praha, a.s.

⁷⁷ Výraz bonita představuje schopnost řádně plnit závazky, a to obvykle u firem, ale i přeneseně u cenných papírů, kde se bonita určuje dle bonity emitenta či zavázaných osob.

⁷⁸ Emitent kótovaného cenného papíru je povinen vedle nebo namísto českých účetních předpisů vést účetnictví dle mezinárodních standardů pro účetní výkaznictví – IFRS, unifikovaných v celé Evropské unii.

⁷⁹ BCPP, Ročenka 2011, Burza cenných papírů Praha, a.s.

⁸⁰ Dluhopisy jež mají splatnost maximálně 12 měsíců se nazývají státní pokladniční poukázky.

⁸¹ <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Typy-Obchodu>

Obchodování v kontinuálním režimu umožňuje uzavírání obchodů na základě průběžně zadávaných objednávek k nákupu a prodeji investičních instrumentů. Na přijaté objednávky se uplatňuje princip cenové a následně časové priority.

Ve SPAD mohou být realizovány pouze obchody s vybranými emisemi akcií. Nákupní a prodejní ceny jsou průběžně stanovovány tvůrci trhu, kteří mají za úkol zajišťovat dostatečnou likviditu. Obchodování ve SPAD probíhá ve dvou fázích – otevřené a uzavřené. Obchodování v otevřené fázi je založeno na povinnosti jednotlivých tvůrců trhu průběžně stanovovat (kotovat) cenu na nákup a na prodej těch emisí, pro které tuto činnost vykonávají. Uzavřít obchod je možné pouze v rámci povoleného rozpětí, které je vymezeno nejlepší kotací rozšířenou o 0,5 % oběma směry. V průběhu uzavřené fáze, nemají tvůrci trhu povinnost kotovat ani uzavírat obchody. Obchody mohou být uzavírány v rámci povoleného rozpětí, které je po celou dobu této fáze vymezeno nejlepší kotací platnou k okamžiku ukončení otevřené fáze rozšířenou o 10 % oběma směry.⁸² Obchody uzavírané ve SPAD jsou burzovními obchody a vztahují se na ně garance prostředků Garančního fondu burzy.

Blokovým obchodem se rozumí obchod uzavřený mimo obchodní systém burzy, kde alespoň na jedné straně obchodu vystupuje člen burzy. Cena uzavřeného obchodu není nijak omezena ani vázána na kurz investičního instrumentu.

Mimo hlavní typy obchodů lze na BCPP uzavírat **obchody s účastí specialisty**, které jsou určeny pro obchodování produktů, u kterých není možné zajistit dostatečný počet tvůrců trhu pro obchodování ve SPAD. Tento způsob obchodování je v současné době určen výhradně pro obchodování s investičními certifikáty a warranty.

V neposlední řadě lze na BCPP uzavírat i **Futures obchody**. Obchodování s futures probíhá na stejném principu jako SPAD obchody. tzn., že i v tomto případě je likvidita trhu zajišťována tvůrci trhu, jejichž úkolem je udržovat pro přidělené futures série nabídku a poptávku.

V současnosti nabízí BCPP obchodování s akciemi, dluhopisy, investičními certifikáty, warranty a futures. Tyto jednotlivé instrumenty se od sebe liší a svým charakterem vyhovují různým typům investorů. Na BCPP můžeme získat akcie těch nejvýznamnějších společností, jako je Telefónica O2, Erste Group, Philip Morris, ČEZ, Unipetrol, Komerční banka, AAA, Fortuna, NWR, a další. Ke konci roku 2011 se na

⁸² BCPP, Ročenka 2011, Burza cenných papírů Praha, a.s.

burze obchodovalo s 26 emisemi akcií, 95 emisemi dluhopisů, 24 emisemi kuponů, 81 emisemi certifikátů a warrantů a 6 emisemi futures.⁸³

Pokud jde o samotné investování na burze, jsou investoři, kteří vyhledávají riziko a láká je možnost velkého zisku. Ty uspokojí např. akcie či investiční certifikáty. Na druhou stranu ti, kteří volí konzervativní přístup k riziku se spíš zaměří na dluhopisy či zváží investice do podílových fondů.

Nejdůležitějším faktorem pro správné investování je však dostatek relevantních informací, které si může investor opatřit různými způsoby. Je možné zajistit si přístup k datům od renomovaných informačních agentur, které poskytují informace z oblasti kapitálového trhu, včetně výsledků obchodování na burze. Další z možností je získávat data přímo na internetových stránkách burzy⁸⁴, kde jsou k dispozici aktuální informace o obchodování, kurzovní lístek, statistické přehledy, výroční zprávy a grafy. Stejně tak jako burza, nabízí informační servis pro investory i většina obchodníků s investičními instrumenty. Pro ilustraci celkového objemu obchodů na BCPP slouží následující tabulka a graf. Údaje uvedené v tabulce představují objemy obchodů na BCPP za rok 2011. Graf znázorňuje obchod s domácími akciemi na BCPP za období 2007–2011.

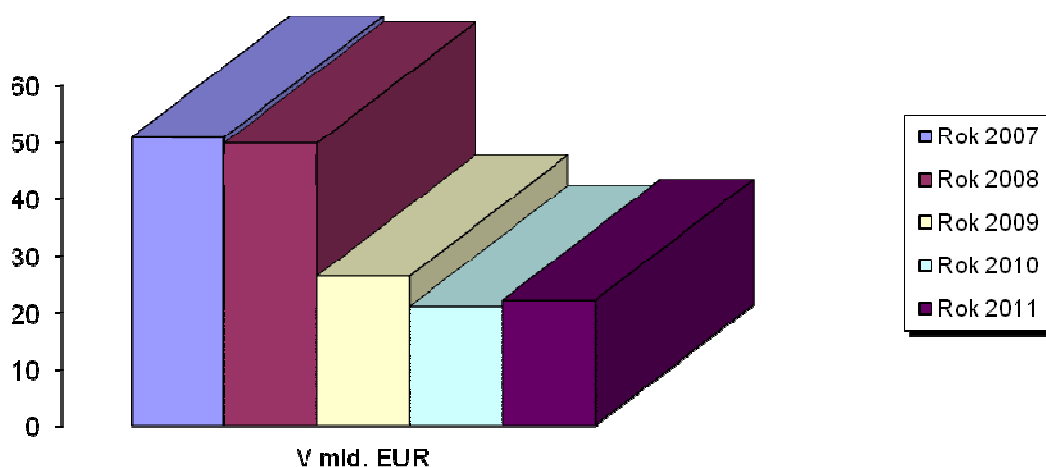
*Objemy obchodů na BCPP:*⁸⁵

Objemy obchodů (v mil. Kč)					
Období: 1. 1. 2011 – 31. 12. 2011					
	Akcie	Dluhopisy	Kupóny	Certifikáty a Warranty	Futures
Hlavní trh	366 240,261	608 946,663	0,000	0,000	0,000
Volný trh	4 746,130	19 092,546	545,142	133,938	194,286
Celkem	370 986,391	628 039,209	545,142	133,938	194,286

⁸³ BCPP, Výroční zpráva za rok 2010, Burza cenných papírů Praha, a.s.

⁸⁴ BCPP, Ročenka 2011, Burza cenných papírů Praha, a.s.

⁸⁵ BCCP, Statistická ročenka za rok 2011, Burza cenných papírů Praha, a.s. (vlastní znázornění)



Jak je patrné z grafického znázornění, obchod s domácími akciemi se v roce 2011 oproti předešlému roku nepatrně zvýšil, a to o 5,04 %. Objem obchodování s akciemi, dluhopisy a strukturovanými produkty (hotovostní trh) vzrostl meziročně o 11,67 %. V porovnání s roky 2007 a 2008 je však obchodování na BCPP stále ve značném útlumu, což je zapříčiněno celosvětovou hospodářskou krizí.

RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů a.s.

RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů začal organizovat obchodování již v roce 1993. Původně se jednalo o elektronický obchodní systém, který však nebyl založen na členském principu, ale **na principu zákaznickém**, což umožňovalo přímý vstup na sekundární trh všem zaregistrovaným zákazníkům. RM-SYSTÉM je standardní akciovou společností, které bylo uděleno povolení České národní banky. 5. září 2006 se stala součástí Finanční skupiny Fio, která je 100 % vlastníkem společnosti.⁸⁷

RM-SYSTÉM je trhem, kde se obchoduje s akciemi nejvýznamnějších českých, ale i zahraničních společností, jako je například ČEZ, Telefónica O2, Unipetrol, Erste Bank, Deutsche Telekom, Intel, Volkswagen, Nokia či Microsoft. On-line se zde obchoduje rovněž s akciemi, které se nevyskytují na BCPP, jako jsou Vítkovice,

⁸⁶ BCCP, Statistická ročenka za rok 2011. Burza cenných papírů Praha, a.s. (vlastní grafická úprava)

⁸⁷ RM-SYSTÉM, Výroční zpráva za rok 2011, RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů

ArcelorMittal Ostrava nebo Tatra. Mezi největší výhody obchodování na burze RM-SYSTÉM patří široká nabídka akciových titulů a certifikátů obchodovaných v českých korunách, on-line vypořádání cenných papírů, obchodování pokynem EasyClick a inteligentní pokyny Stoploss a Stepper, které jsou evidovány přímo na úrovni burzy v obchodním systému. V rámci obchodování na burze RM-SYSTÉM lze ovšem zadat i standardní aukční pokyn k nákupu nebo prodeji libovolného počtu akcií⁸⁸ či využít tzv. přímý obchod, který probíhá na základě dohody dvou investorů, přičemž burza zajišťuje uzavření obchodu a jeho následné vypořádání.

RM-SYSTÉM je zaměřená především na drobné a střední investory, kteří mají zájem o investování na kapitálovém trhu. **Od 1. prosince 2008⁸⁹ má RM-SYSTÉM oficiální status burzy cenných papírů.** Na rozdíl od členského principu u BCPP, burza RM-SYSTÉM je založena na zákaznickém principu a investoři obchodující přímo nebo prostřednictvím obchodníka s cennými papíry nemusí být členy burzy. Mezi organizátorem trhu a drobným neprofesionálním investorem však musí figurovat profesionální zprostředkovatel v podobě licencovaného obchodníka s cennými papíry. Po 1. prosinci 2008 mají totiž přímý přístup na burzu RM-SYSTÉM pouze licencovaní obchodníci s cennými papíry a ostatní fyzické a právnické osoby, které splňují alespoň 2 z následujících 3 podmínek:

- správa vlastního majetku ve finančních nástrojích přesahuje 1 milion Kč,
- realizace objemu obchodů ve výši minimálně 5 milionů Kč za posledních 12 měsíců,
- realizace transakcí v počtu minimálně 40 za posledních 12 měsíců.

Burza RM-SYSTÉM přijímá k obchodování prakticky všechny zaknihované cenné papíry, pokud splňují podmínky stanovené zákonem o cenných papírech pro přijetí k obchodování na veřejném trhu. Ode dne rozhodnutí o jeho přijetí je však jeho emitent povinen dodržovat tržní řád burzy. **RM-SYSTÉM organizuje jak oficiální regulovaný trh s cennými papíry, tak i volný trh, resp. mnohostranný obchodní systém.** Cenné papíry a finanční deriváty obchodované **na oficiálním trhu** musí plnit

⁸⁸ Minimální investice je od jedné akcie a maximální není nijak omezena.

⁸⁹ Jak již bylo uvedeno výše, evropská směrnice MiFID zavedla do českého právního řádu pojem regulovaný trh, čímž setřela rozdíl mezi burzovním a mimoburzovním trhem.

přísnější podmínky definované ustanovením § 65 zákona o podnikání na kapitálovém trhu, zejména se to týká podmínek přijetí k obchodování a informačních povinností k akcionářům nebo povinnost nabídek převzetí.⁹⁰

U **obchodování v mnohostranném obchodním systému** jsou nastaveny volnější podmínky pro přijetí cenných papírů, bez informačních a jiných povinností stanovených zákonem o podnikání na kapitálovém trhu. Technicky se ovšem s cennými papíry na volném trhu obchoduje naprosto stejným způsobem jako s tituly na trhu oficiálním. Validace a vypořádání cenných papírů jsou rovněž totožné. Na volný trh může být přijat jakýkoliv cenný papír nebo derivát obchodovaný na regulovaném trhu v členském státu Evropské unie či v jiném státu tvořícím Evropský hospodářský prostor v tuzemsku nebo v zahraničí.⁹¹

V roce 2011, i přes propad cen akcií a meziroční pokles objemu obchodů, došlo na burze RM-SYSTÉM k nárůstu počtu zobchodovaných cenných papírů. Objem obchodů realizovaných v roce 2011 dosáhl 8,9 mld. Kč, kdy meziročně poklesl o 3 %. Počet zobchodovaných cenných papírů meziročně vzrostl o 13 % na úroveň 32 milionů kusů cenných papírů. Společnost v průběhu roku sledovala aktivity konkurenčních trhů, které připravují změny svých obchodních systémů.⁹² Připravované změny obchodních systémů na burzách v Praze a Varšavě jsou pro burzu RM-SYSTÉM výzvou k získání nových investorů.⁹³

Burza RM-SYSTÉM se rapidně rozvíjela zejména v předchozích letech, kdy vlivem evropské směrnice MiFID proběhla transformace z mimoburzovního trhu na burzu cenných papírů. Zprovoznění nového obchodního systému EasySys a nasazení nových typů pokynů Stepper a Stoploss v roce 2010 patřilo rovněž ke stěžejním okamžikům v historii burzy. Hospodaření RM-SYSTÉMU v letech 2011 a 2012 se tak v porovnání s předešlými lety jeví jako klidnější.

⁹⁰ RM-SYSTÉM, Výroční zpráva za rok 2011, RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů

⁹¹ RM-SYSTÉM, Výroční zpráva za rok 2011, RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů

⁹² Pro ilustraci – BCPP plánuje v roce 2012 dokončení implementace společné obchodní platformy Xetra® skupiny CEESEG, zavedení křížového členství a standardních evropských zúčtovacích mechanismů pro účastníky obchodování.

⁹³ RM-SYSTÉM, Výroční zpráva za rok 2011, RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů

3.2.2 Významné světové burzovní firmy a burzy

Institucionální uspořádání burzovních trhů se v jednotlivých státech výrazně odlišuje. Je to mu tak zejména z historických, ekonomických, regulatorních a politických důvodů. Prof. Ing. Petr Musílek, Ph.D. rozlišuje burzy na burzy veřejné, privátní a bankovní.⁹⁴

Veřejné burzy vznikly za Napoleona I., který vytvářel burzy jako veřejně-právní instituce, přičemž jmenoval určité fyzické osoby burzovními zprostředkovateli. Ti pak měli právo zprostředkovávat burzovní obchody. Privátní burzy byly zakládány podnikateli, kteří obchodovali s cennými papíry. Jsou to samosprávné instituce, které si samy vytvářejí pravidla členství, podmínky přitíštění cenných papírů a principy obchodování. Privátní burzy se objevují zejména v anglosaských zemích, jako je USA, Velká Británie, Austrálie, apod. Bankovní burzy převládali ve státech, kde dominoval univerzální model bankovníctví. Tyto burzy byly typické pro země s německým vlivem, tedy pro Německo, Rakousko a i pro Českou republiku. V posledních letech dochází k procesu demutualizace burz, což je proces přeměny charakteru burz z veřejných, privátních a bankovních na burzy, které mají charakter akciových společností.

Ve světě samozřejmě funguje mnoho burzovních firem – těm nejvýznamnějším se bude tato kapitola dále věnovat.

New York Stock Exchange LLC (NYSE)

Nejznámější burzou na světě je bezpochyby burza newyorská. Její vznik sahá daleko do historie. Americké trhy cenných papírů se dynamicky začaly rozvíjet koncem 18. a začátkem 19. století, přičemž důvodem vzniku burzy byly finanční potřeby státu. V roce 1790 vznikl primární trh státních dluhopisů. Sekundární obchody s těmito cennými papíry měly zpočátku neorganizovaný charakter, což se projevovalo v jejich nízké likviditě. Proto 24 brokerů, kteří provozovali obchody s těmito dluhopisy, vydali pravidla pro obchod s cennými papíry a stanovili výši zprostředkovatelských poplatků.⁹⁵

⁹⁴ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 9788086929705, str. 46

⁹⁵ ČTK, Legenda mezi burzami NYSE vznikla před 220 lety pod platanem, <http://www.financninoviny.cz/investice/zpravy/legenda-mezi-burzami-nyse-vznikla-pred-220-lety-pod-platanem/794594>

Organizovaný sekundární trh byl tak v New Yorku vytvořen v roce 1792. V roce 1817 se organizovaný sekundární trh usídlil ve zvláštních místnostech na Wall Street, kde se od samého počátku obchodovalo. Organizovaný sekundární trh se nejdříve nazýval New York Stock and Exchange Board a v roce 1863 se přejmenoval na New York Stock Exchange. Prvními tituly, které se zde obchodovaly, byly akcie bank a pojišťoven a také dluhopisy vydané městem pro financování veřejných staveb.⁹⁶ Od té doby se obchodování s cennými papíry stále více rozvíjelo, největší rozmach trhů cenných papírů probíhal zejména v druhé polovině 19. a začátkem 20. století.

V současné době je na newyorské burze registrováno zhruba 2 800 společností. Průměrně se zde za den uskuteční 2 miliony transakcí s akciemi. Newyorská burza funguje formou aukce, tzn. veškeré obchody se odehrávají na jednom konkrétním místě - na burzovním parketu. Nad obchodováním každého akciového titulu dohlíží burzovní specialista, který je povinen v případě přebytku nákupních a prodejních příkazů udržovat likviditu, tedy nakupovat a prodávat neuspokojené příkazy. Vedle specialisty zde dále fungují makléři, kteří vyjednávají větší obchody přímo se specialistou, a to formou veřejného křiku. Počet členů newyorské burzy je omezen na 1 366, členství je však možné odkoupit nebo pronajmout od některého ze stávajících členů. Na NYSE se obchodují akcie společností jako General Electric, McDonald's, Citigroup, Coca-Cola nebo Gillette. New York Stock Exchange je pravděpodobně nejlikvidnějších světovým burzovním trhem.⁹⁷

NASDAQ OMX Group, Inc.

Akciový trh Nasdaq představuje významného konkurenta NYSE. Je největším elektronickým trhem akcií na světě. Jedná se o počítačovou a telefonní síť, která spojuje jednotlivé finanční instituce. Byl založen 1971 Národním sdružením obchodníků s cennými papíry. Do roku 1971 se na americkém mimoburzovním trhu obchodovalo pouze telefonickým způsobem. V roce 1971 vytvořilo Národní sdružení obchodníků s cennými papíry propojený systém NASDAQ (National Association of Securities

⁹⁶ Světové burzy, <http://www.penize.cz/15868-svetove-burzy>

⁹⁷ <http://www.nyse.com>

Dealers Automated Quotations).⁹⁸ Tento systém velmi zjednodušil uzavírání mimoburzovních obchodů s cennými papíry, přičemž předmětem obchodů byly zejména akcie. Díky počítačové technice došlo k rychlému spojení obchodníků a tvůrců trhu, vzájemně si konkurujících.

Nasdaq nemá žádné centrální stanoviště ani burzovní parket, pouze velkou obrazovku na náměstí Times Square.⁹⁹ Nezaměstnává ani specialisty, kteří by vyrovnávali nepoměr mezi nákupními a prodejními příkazy. Poskytuje jen technologické zázemí jednotlivým účastníkům, z nichž někteří plní zároveň i roli "tvůrců trhu". Počet účastníků Nasdaqu není omezen, může se jím stát kdokoli po splnění základních kritérií. Na akciovém trhu Nasdaq je registrováno cca. 4000 společností.¹⁰⁰

Tokyo Stock Exchange Group, Inc.

Tokijská burza je v současnosti jednou z největších světových burz. Byla založena již v roce 1878 - poté, co se v Japonsku rozběhl obchod s akciemi a dluhopisy. Tokijská burza je rozdělena na čtyři segmenty - na segment první, druhý, zahraniční a segment rizikového kapitálu zvaný též Mothers (market of the high-growth and emerging stocks). Do roku 1999 burza používala burzovní parket pro obchod s akciemi, nyní probíhají veškeré obchody elektronicky. I když v Japonsku existuje několik regionálních burz (např. Osaka Securities Exchange, Nagoya Stock Exchange, Kyoto Stock Exchange, apod.), burza v Tokiu má největší význam.¹⁰¹

Na tokijské burze se realizuje převážná většina všech burzovních obchodů s cennými papíry. Neobchoduje se zde pouze s akciemi, ale také s nemovitostními fondy či finančními deriváty. Burza má 113 členů a je zde registrováno přes 2000 japonských i zahraničních společností. V poslední době se zdá, že zesiluje spolupráce mezi Tokyo Stock Exchange Group, Inc. a London Stock Exchange Group, Inc. Tyto

⁹⁸ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 9788086929705, str. 67

⁹⁹ Světové burzy, <http://www.penize.cz/15868-svetove-burzy>

¹⁰⁰ <http://www.nasdaq.com/>

¹⁰¹ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 9788086929705, str. 68

dvě společnosti vytvořily v roce 2008 společný podnik, provozující TOKYO AIM. Tento trh je určený zejména profesionálním investorům.¹⁰²

London Stock Exchange Group plc (LSEG)

London Stock Exchange Group plc je korporace registrovaná v Anglii a Walesu s hlavním sídlem v Londýně. Vznikla v roce 2007 na základě fúze londýnské a italské burzy. Počátky londýnského burzovního trhu ovšem spadají již do 17. Století, kdy se nákup a prodej akcií jednotlivých společností uskutečňoval v kavárnách. S růstem objemu obchodů se zvyšoval i počet brokerů, kteří v roce 1773 zakoupili budovu na Threadneedle Street a pojmenovali ji Stock Exchange.¹⁰³

Na londýnském burzovním trhu mohou přímo obchodovat pouze členové, kterých je více než 400. Jedná se zejména o investiční banky a brokerské firmy.¹⁰⁴ Mezi nejdůležitější segmenty londýnského burzovního trhu patří hlavní trh (Main Market) a alternativní investiční trh (Alternative Investment Market). Dále zde probíhají obchody s dluhopisy, fondy a dalšími investičními instrumenty.

Na hlavním trhu se obchoduje s akciemi téměř 1200 britských společností a více než 300 největších evropských společností. Naopak alternativní investiční trh umožňuje získávat nový kapitál malým, mladým, rychle rostoucím společností. Mezi mezinárodní akcie obchodované na londýnské burze patří i akcie České spořitelny nebo Českých radiokomunikací. Největšími společnostmi, s jejichž akcií se na LSEG obchoduje, jsou např. British Airways, Hilton Group, Marks & Spencer nebo Reuters. Londýnský trh je v posledních letech velmi populární i mezi ruskými akciovými společnostmi.¹⁰⁵

Deutsche Börse AG

Deutsche Börse AG je holdingová společnost, sídlící ve Frankfurtu nad Mohanem. V roce 2011 byla Deutsche Börse AG největší burzovní firmou na světě. Do

¹⁰² <http://www.tse.or.jp/english/>

¹⁰³ MÚSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 9788086929705, str. 69

¹⁰⁴ Světové burzy, <http://www.penize.cz/15868-svetove-burzy>

¹⁰⁵ <http://www.londonstockexchange.com/>

holdingové skupiny Deutsche Börse AG patří kromě frankfurtské burzy cenných papírů dále EUREX a Clearstream International S.A.

I když v současné době působí v Německu 7 burz cenných papírů (Frankfurter Wertpapierbörse, Börse Düsseldorf, Börse München, Börse Hamburg, Börse Stuttgart, Börse Berlin, Börse Hannover), jednoznačně nejdůležitější německou burzou cenných papírů je burza v Frankfurtu, kde se realizuje více než 95 % burzovních obchodů. Frankfurtská burza má velmi dlouhou historii. Její rozvoj úzce souvisí s postavením Frankfurtu jako veletržního města. Finanční, bankovní a burzovní operace se v tomto městě prováděly již od 13. století. Skutečná burza vznikla v roce 1585.¹⁰⁶ Frankfurtská burza má 450 členů z řad bank a obchodníků s cennými papíry a je zde registrováno zhruba 600 společností. Na frankfurtské burze se obchoduje s akciemi, dluhopisy, podílovými listy a finančními deriváty, a to **prezenčně** nebo na základě elektronické platformy **Xetra**.¹⁰⁷ Prezenční obchodování s finančními instrumenty na regulovaném trhu by mělo být v roce 2012 ukončeno. Systém Xetra umožňuje přeshraniční vstup z různých zemí. Je to otevřený systém, který má značnou kapacitu – lze zde obchodovat s 400 000 různými tituly cenných papírů (akcie, dluhopisy, fondy, certifikáty).¹⁰⁸

Shanghai Stock Exchange

Shanghai Stock Exchange má charakter neziskové organizace, kterou přímo spravuje Čínská komise pro regulaci cenných papírů. I když se první zárodky burzovníctví objevily v Šanghaji již v polovině 19. století, výraznější rozvoj čínského trhu s cennými papíry nastává až ve 20. letech 20. století, kdy vznikají Shanghai Securities and Goods Exchange a Shanghai Chinese Security Exchange. V roce 1929 se burzy spojují do Shanghai Stock Exchange.¹⁰⁹ Na šanghajské burze se obchoduje s akciemi, dluhopisy, warranty a fondy. Zcela dominují obchody s akciemi, přičemž emitenty jsou téměř výlučně čínské firmy. Největší obchodované společnosti pocházejí

¹⁰⁶ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 9788086929705, str. 72

¹⁰⁷ Světové burzy, <http://www.penize.cz/15868-svetove-burzy>

¹⁰⁸ http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/kir/dbg_nav/home

¹⁰⁹ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 9788086929705, str. 75

z finančního nebo energetického průmyslu (např. Bank of China, PetroChina nebo Industrial and Commercial Bank of China). Šanghajska burza je založena na členském principu. Má více než 150 členských firem, přičemž převážná většina má charakter firem cenných papírů, které jsou reprezentovány burzovními agenty.¹¹⁰

Určitou představu o postavení jednotlivých světových burz si lze udělat z následující tabulky, která znázorňuje největší burzy a jejich celkový objem obchodů s akciemi za rok 2010 a 2011. Stejně jako u českých burzovních trhů se i na zahraničních burzovních firmách a burzách negativně projevil vliv hospodářské krize, což vede k nižším objemům obchodů s cennými papíry než v letech předešlých, ale v porovnání s rokem 2010 se přece jenom celkové objemy obchodů s investičními nástroji nepatrně zvýšily.

Největší burzy podle hodnoty obchodování s akciemi:¹¹¹

	Burza	USD (v bilionech)	USD (v bilionech)	Změna (v %)
		2011	2010	V USD
1.	NYSE Euronext US	18 027	17 796	1,3%
2.	NASDAQ OMX US	12 724	12 659	0,5%
3.	Tokyo Stock Exchange Group	3 972	3 788	-4,2%
4.	Shanghai Stock Exchange	3 658	4 496	-22,0%
5.	Shenzhen Stock Exchange	2 838	3 573	-23,9%
6.	London Stock Exchange Group	2 837	2 741	-3,0%
7.	NYSE Euronext Europe	2 134	2 018	-0,8%
8.	Korea Exchange	2 029	1 607	20,1%
9.	Deutsche Börse	1 758	1 628	1,2%
10.	TMX Group	1 542	1 369	7,4%

¹¹⁰ http://www.sse.com.cn/en_us/ps/home.shtml

¹¹¹ Statistické soubory světové federace burz, <http://www.world-exchanges.org/statistics> (vlastní znázornění)

3.3 Trhy finančních derivátů

Stejně jako obchodování s cennými papíry, i obchodování s finančními deriváty sahá daleko do historie. **První zárodky derivátových obchodů vznikají na komoditních trzích již ve 12. století v Itálii a Holandsku.** Velmi rozšířeným instrumentem byly tzv. lettres de faire, jež umožňovaly budoucí dodání zboží.¹¹² Finanční deriváty v podobě, v jaké je známe dnes, se však objevují až v první polovině 70. let 20. století, kdy vznikají historicky první standardizované finanční deriváty. Považují se za ně měnové futures, které se začaly obchodovat na Chicago Mercantile Exchange v roce 1972. Chicagská obchodní burza byla organizována jako nezisková instituce – až v listopadu roku 2000 se jako vůbec první americká burza přeměnila na akciovou společnost. V roce 2007 vznikla na základě fúze Chicago Mercantile Exchange a Chicago Board of Trade integrovaná burzovní firma **CME Group Inc.**¹¹³ Spolu s firmou NYSE Liffe Holdings LLC a firmou Eurex AG patří mezi největší provozovatele burzovních derivátových trhů ve světě.

Český trh finančních derivátů se začal postupně vytvářet od začátku 90. let minulého století. Zejména banky brzy pocítily potřebu hledat metody a nástroje řízení finančních rizik. Obchodování s finančními deriváty se v České republice uskutečňovalo zejména na OTC trzích.

18. července 2006 vydala ČNB BCPP povolení na obchodování s finančními deriváty, a to nejen s warranty a investičními certifikáty, ale i povolení pro obchodování s futures kontrakty.¹¹⁴ K zahájení obchodování s finančními deriváty na BCPP tak došlo po letech nedotažených pokusů 5. října 2006.¹¹⁵ S futures mohou na regulovaném trhu BCPP přímo obchodovat pouze oprávnění členové burzy, splňující stanovené požadavky.¹¹⁶ Pro obchodování se používá elektronický obchodní systém,

¹¹² MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 9788086929705, str. 79

¹¹³ <http://www.cmegroup.com/company/history/>

¹¹⁴ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 9788086929705, str. 108

¹¹⁵ Burzovní trh finančních derivátů se v České republice připravoval již od poloviny 90. let minulého století

¹¹⁶ BCPP, Ročenka 2011, Burza cenných papírů Praha, a.s.

založený na tvůrcích trhu¹¹⁷. Obchodování s futures probíhá stejně jako obdobně jako obchodování ve SPAD, tzn. buď v otevřené, nebo uzavřené fázi. V otevřené fázi mají tvůrci trhu povinnost udržovat kotace a uzavírat obchody. Obchody je možné uzavírat pouze v povoleném pásmu vymezeném nejlepší kotací rozšířenou o $\pm 0,5$ %. V uzavřené fázi tvůrci trhu tuto povinnost nemají. Obchody je možné realizovat v pásmu vymezeném nejlepší kotací platnou k ukončení otevřené fázi a rozšířenou o ± 5 %.¹¹⁸

Evidenci uzavřených futures kontraktů provádí Centrální depozitář cenných papírů. Futures kontrakty jsou garantovány Fondem garancí pro obchody s deriváty, který se tvoří minimálními vklady účastníků obchodování s finančními deriváty. Pro obchodování s investičními certifikáty a warranty je na BCPP v současné době určen způsob obchodování za účasti specialisty. Obchodování je zde založeno na principu stanovování cen nabídky a poptávky jedním specialistou, jehož úkolem je udržovat dostatečnou likviditu na jemu přiděleném investičním instrumentu.¹¹⁹ Činnost specialisty může vykonávat pouze člen burzy, a to na základě s burzou uzavřené smlouvy s burzou. I obchodování za účasti specialisty probíhá stejně jako obchodování ve SPAD ve dvou fázích – otevřené a uzavřené. Obchodování s futures probíhá na BCPP na regulovaném speciálním trhu. K obchodování s warranty a investičními certifikáty dochází na BCPP na oficiálním volném trhu.

Burza RM-SYSTÉM požádala o rozšíření licence na obchodování a vypořádání finančních derivátů, které jsou cennými papíry (warranty a pákové certifikáty) v srpnu roku 2007, a to vzhledem ke svému záměru rozšiřovat spektrum obchodovaných investičních nástrojů. ČNB žádost schválila a tím rozšířila povolení RM-SYSTÉMU o možnost obchodování a vypořádání těchto investičních nástrojů.¹²⁰ Na burze RM-SYSTÉM se s finančními deriváty (zejména s investičními certifikáty) obchoduje na oficiálním trhu. Investiční certifikáty obchodované na české burze RM-SYSTÉM jsou nepákové deriváty, jejichž cena se odvíjí od vývoje hodnoty podkladového aktiva, kterým mohou nejčastěji být burzovní indexy, akcie, komodity, měny a další.

¹¹⁷ Prakticky se využívá obchodní systém SPAD

¹¹⁸ BCPP, Ročenka 2011, Burza cenných papírů Praha, a.s.

¹¹⁹ BCPP, Ročenka 2011, Burza cenných papírů Praha, a.s.

¹²⁰ Výroční zpráva za rok 2011. RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů.

V současnosti jsou tedy finanční deriváty obchodovány buď mimoburzově přes OTC trhy či na klasických burzách. OTC obchody jsou dohodnuty přímo mezi dvěma tržními účastníky a smluvní vztah je obvykle založen na vzájemné platbě či převodu aktiv. Velmi zřídka je vypořádání zrušeno před dobou splatnosti. Naopak u burzově obchodovaných derivátů je většina kontraktů uzavřena před dobou splatnosti a třetí strana (burza) už pouze hlídá, aby vše probíhalo dle nastavených pravidel.¹²¹ Výhodou burzovních trhů je jejich vysoká transparentnost, neboť podmínky kontraktů a ceny jsou veřejnosti známé. Další předností je systém tržního přeceňování (mark-to-market), který eliminuje úvěrové riziko partnerů.¹²² Metodika přeceňování mark-to-market, neboli přecenění na fair value je v podstatě zjištění aktuálního nerealizovaného zisku či ztráty, kterého bychom dosáhli ukončením oceňované derivátové pozice, resp. uzavřením opačné pozice za aktuální kurz, který je na trhu v momentu přecenění. Nevýhodou burzovních trhů jsou vysoké poplatky, ze kterých je financován provoz burzy.¹²³ Na OTC trzích nejsou standardizované podmínky obchodu - produkty jsou tedy šité na míru jednotlivým klientům. Další výhodou OTC trhů představují obecně menší poplatky než u burzovních obchodů. Nevýhodou je ovšem malá transparentnost, která vyplývá z charakteru mimoburzovních trhů.¹²⁴ U OTC kontraktů se může mnohem častěji stát, že jedna ze dvou protistran svůj závazek nedodrží. Jedná se o takzvané riziko selhání protistrany.

Finanční deriváty na česká podkladová aktiva nejsou obchodovány pouze na českém burzovním trhu, ale také na vídeňské burze¹²⁵, a to v rámci segmentu středoevropských a východoevropských derivátů. Transakce, které probíhají v eurech, se uzavírají prostřednictvím plně elektronického systému Eurex.¹²⁶

¹²¹ KRACÍK, Lukáš, Co jsou to finanční deriváty a jak s nimi obchodovat?,

<http://trhy.mesec.cz/clanky/co-jsou-to-financni-derivaty-a-jak-s-nimi-obchodovat/?stocksSidebarDiscussions-tabId=top&do=stocksSidebarDiscussions-switch>

¹²² ELMERRAJI, Jonas, Mark-to-market Mayhem, <http://www.investopedia.com/articles/financial-theory/08/mark-to-market-mayhem.asp#axzz1vKdlT3po>

¹²³ KRACÍK, Lukáš, Co jsou to finanční deriváty a jak s nimi obchodovat?,

<http://trhy.mesec.cz/clanky/co-jsou-to-financni-derivaty-a-jak-s-nimi-obchodovat/?stocksSidebarDiscussions-tabId=top&do=stocksSidebarDiscussions-switch>

¹²⁴ DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. Vyd. 2., přeprac. V Praze: Oeconomica, 2008, 297 s. ISBN 978-80-245-1435-2 (BROŽ.), str. 46

¹²⁵ <http://en.wienerborse.at/>

¹²⁶ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 9788086929705, str. 109

I přes rozvíjející se možnosti investování do finančních derivátů a nově vznikající burzovní trhy, kde lze s finančními deriváty obchodovat, nejsou celkové objemy obchodů s deriváty v České republice na vysoké úrovni. Přestože se finanční deriváty postupně dostávají do povědomí veřejnosti, jejich nabídka na českých burzovních trzích je stále chudá, což vede potenciální investory k preferování zahraničních trhů s finančními deriváty nad trhy českými. V porovnání s ostatními investičními nástroji je tedy význam obchodů s finančními deriváty na BCPP¹²⁷, burze RM-SYSTÉM, i vídeňské burze velmi nízký. Naprosto jinou situaci lze pozorovat na zahraničních trzích, kde se objemy obchodů s finančními deriváty pohybují v řádech milionů dolarů.

Nejvýznamnější burzovní firmou na poli derivátů je již zmíněná CME Group, která uzavírá nejvíce obchodů s finančními deriváty na světě. Provozuje nejen americké burzovní trhy finančních derivátů, ale angažuje se i na zahraničních trzích. Následující tabulka představuje objemy obchodů s finančními deriváty na světových burzách za rok 2011.

Top 5 burzovních firem dle počtu finančních derivátů obchodovaných v roce 2011: ¹²⁸

	Burza	Počty uzavřených obchodů s deriváty za rok 2011	Nárůst v porovnání s rokem 2010
		USD (v milionech)	%
1.	CME Group	1519	10,2%
2.	EUREX	630	9,7%
3.	NYSE Liffe Europe	545	-7,3%
4.	BM&FBOVESPA	391	NA
5.	MEXDER	38	8,5%

¹²⁷ Viz tabulka: *Objemy obchodů na BCPP* (kapitola 3.2.1.1 této práce)

¹²⁸ Statistické soubory světové federace burz, <http://www.world-exchanges.org/statistics> (vlastní znázornění)

4. Dohled nad kapitálovým trhem a jeho regulace

Důvěryhodnost a stabilita kapitálového trhu představuje jednu ze základních podmínek pro řádné fungování ekonomiky. Tuto důvěryhodnost a stabilitu nelze zajistit pouze tržními mechanismy, a proto je činnost účastníků kapitálového trhu regulována celou řadou omezujících a příkazujících pravidel, především v podobě právních předpisů - tzv. **regulace kapitálového trhu**.¹²⁹ Regulace má buď primární charakter, ve formě zákonných norem, nebo sekundární povahu, ve formě vyhlášek, předpisů, metodik, apod. Regulací trhů cenných papírů a finančních derivátů (kapitálového trhu) rozumíme stanovení pravidel vstupu finančních institucí do finančního systému, podmínky jejich fungování a pravidel poskytování investičních služeb klientům.¹³⁰ Dohled nad dodržováním těchto pravidel a vyvozování důsledků z jejich porušení je pak nazýván **dohledem nad kapitálovým trhem**. Dohled nad kapitálovým trhem je jednou ze složek institutu státního dozoru na úseku finanční činnosti.¹³¹ Dozorem rozumíme aktivitu, jejíž podstatou je pozorování určité činnosti nebo určitého stavu, na které navazuje hodnocení zjištěných skutečností a podle výsledků provedeného hodnocení eventuálně též aplikace prostředků směřujících k zajištění účelu sledovaného dozorčí činnosti.¹³² Dohled nad finančním, resp. kapitálovým trhem má dvě podoby¹³³:

- **dohled na dálku**, který spočívá v monitorování dozorovaných subjektů na základě všech dostupných informací (nejčastěji z veřejně dostupných zdrojů a pravidelně podávaných hlášení od kontrolovaných subjektů)
- **dohled na místě**, jenž je prováděn pracovníky dohledu přímo v sídle dozorovaného subjektu

¹²⁹ Regulace a dohled nad kapitálovým trhem,

http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/postaveni_dohledu/kapitalovy_trh/index.html

¹³⁰ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 9788086929705, str. 115

¹³¹ BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, 548 s. Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-807-4008-016, str. 62 - 63

¹³² HENDRYCH, Dušan a kol. *Správní právo*. Obecná část. 7. vydání. Praha : C. H. Beck, 2009, str. 299

¹³³ Metody bankovního dohledu,

http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/postaveni_dohledu/uverove_institute/metody_bank_dohledu.html

4.1 Důvody pro regulaci a dohled nad kapitálovými trhy

V oblasti finančního zprostředkování se rozlišují **čtyři základní typy selhání kapitálového trhu**. Patří k nim **asymetrie informací, zneužití trhů formou nepoctivých investičních praktik, nedokonalá konkurence a systémová nestabilita spolu s rizikem selhání celého trhu**.¹³⁴

Výskyt **informační asymetrie** nastává na informačně nedokonalých trzích, kde různí účastníci disponují více či méně úplnými soubory informací nebo mají odlišné schopnosti tyto informace vyhodnotit, což pokrívuje jejich rozhodování při výběru nabízených investičních nástrojů.¹³⁵ K **zneužití trhu** formou nepoctivých investičních praktik dochází např. zneužíváním neveřejných informací, zneužíváním svěřeného majetku či záměrnou manipulací tržních cen. **Nedokonalá konkurence** na trzích s cennými papíry a finančními deriváty negativně ovlivňuje alokační a operační efektivnost finančního systému. Cílem regulace je napravení tohoto typu tržního selhání a uchování konkurenčního prostředí včetně zamezování proti-konkurenčních praktik realizovaných poskytovateli investičních služeb. **Dle mého názoru představuje nejzávažnější selhání trhu systémová nestabilita, která zvyšuje investiční riziko a negativně ovlivňuje cenu kapitálu emitentů investičních nástrojů**. Ekonomické problémy významných investičních firem přinášejí náklady i ostatním účastníkům kapitálového trhu, přičemž zapříčiňují **investiční paniku**, která se šíří z problémových institucí i na ekonomicky zdravé účastníky trhu cenných papírů a nese sebou riziko úplného selhání trhu. Mezi základní nástroje, zamezující rozvratu systému trhu cenných papírů patří např. stabilní makroekonomické prostředí, účinný monitoring systémových rizik a adekvátní pravomoce dohledové instituce, jinými slovy odpovídající právní prostředí, umožňující rychle a účinně reagovat na zárodky rodící se systémové nestability (např. uvalením nucené správy, odejmutím povolení k provozování určité investiční činnosti, mimořádným auditem investičního prostředníka nebo zastavením obchodování s určitými investičními instrumenty).¹³⁶

¹³⁴ CARMICHAEL, J. *Experiences with Integrated Regulation*, Paper presented at the Finance Forum. 2002, www.apra.gov.au

¹³⁵ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 9788086929705, str. 112

¹³⁶ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 9788086929705, str. 113

Jednotlivá tržní selhání, spolu s nepříznivým vývojem v investičním prostředí, mohou vyústit až v rozvrat systému kapitálového trhu, pro který se užívá pojem „krize“. Poruchy mohou mít lokální, národní, mezinárodní či globální charakter. V období propuknutí zjevené finanční krize často dochází k proplétání a přerývání dílčích poruch.¹³⁷ Nedávná globální hospodářská krize byla vyvolaná tzv. „cenovou bublinou“ v oblasti cenných papírů navázaných na hypoteční aktiva ve Spojených státech amerických, do kterých v honbě za vysokými výnosy investovaly banky po celém světě. Probíhající finanční krize si vyžádala rozsáhlé, dosud nevídané a globálně koordinované státní intervence do systému finančních trhů. Dílčí reformy finančních trhů iniciovala skupina zemí G-20, když v říjnu 2008 na zasedání ve Washingtonu schválila základní principy reforem trhů, které si kladou za cíl zabránit prohloubení dosavadní hospodářské krize a zamezit výskytu dalších závažných tržních selhání v budoucnu.¹³⁸ Tyto principy jsou následující:

- zvýšení transparentnosti a důvěryhodnosti
- zpřísnění regulace
- podpora integrity finančních trhů
- zesílení mezinárodní spolupráce
- reforma mezinárodních finančních institucí

Je zřejmé, že snaha Evropské unie o vytvoření jednotných integrovaných dohledových institucí v oblasti kapitálového trhu a zprůhlednění veškerého obchodování s investičními nástroji vychází právě z výše uvedených rozhodnutí, přijatých na zasedání skupiny G-20. Hospodářské krize nepříznivě ovlivňují život všech subjektů – nejenom možnosti investovat do cenných papírů či finančních derivátů, ale i schopnost získat dostatek finančních prostředků na koupi zboží či šance najít kvalitní zaměstnání. Je proto nutné zabránit dalším krizovým projevům na finančních trzích, a to v celosvětovém rozsahu, v čemž hraje klíčovou roli právě dohled a regulace trhů s cennými papíry a finančními deriváty.

¹³⁷ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 9788086929705, str. 131

¹³⁸ Summit on Financial Markets and the World Economy G-20, 15th of November 2008

Evropská unie, jako člen skupiny G-20 zavádí účinnější regulaci a dohled nad kapitálovým trhem pomocí závazných evropských předpisů, kterými je již výše uvedená směrnice MiFID a řada dalších (nejdůležitější z nich jsou analyzovány v kapitole 4.4. této práce). Vzhledem k tomu, že nedávná hospodářská krize byla zapříčiněna cenovou bublinou v oblasti cenných papírů, resp. finančních derivátů, je nyní hlavním záměrem regulace kapitálového trhu dosáhnout větší transparentnosti i do nepříliš průhledných segmentů finančních trhů, jakými jsou např. OTC obchody s deriváty.

4.2 Modely uspořádání finančního dohledu

Nositeli finančního dohledu jsou ve vyspělých státech různé orgány a instituce, které používají nejen odlišný stupeň samostatnosti, ale jsou také různým způsobem financovány. **Z důvodů národních odlišností existují ve vyspělých zemích různé modely institucionálních začlenění finančního dohledu.**

V praxi se můžeme setkat se čtyřmi základními modely institucionálního uspořádání finančního dohledu, a tedy i dohledu nad kapitálovým trhem. Je jimi model jednotného finančního dohledu, odvětvový model finančního dohledu, model finančního dohledu v rámci centrální banky a funkcionální model finančního dohledu.¹³⁹

Model jednotného finančního dohledu se začal nejdříve prosazovat v Evropě. V roce 1986 Norsko jako první země integrovala veškeré dohledové činnosti do jednoho úřadu.¹⁴⁰ Od té doby podstatná část vyspělých států převzala tento model – příkladem může být Velká Británie, kde je jednotná instituce dozoru zvaná Financial Services Authority (FSA)¹⁴¹ či Německo, kde od 1. května 2002 vykonává téměř veškeré pravomoce při výkonu dozoru nad finančními trhy Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (tzv. „BaFin“).¹⁴² Model jednotného finančního dohledu funguje rovněž v Rakousku, Japonsku, Švédsku, Maďarsku a Dánsku. Jednotný finanční dohled

¹³⁹ MUSÍLEK, Petr. *Komparace modelů finanční regulace a dozoru: výhody a nevýhody*. Český finanční a účetní časopis, 2006, roč. 1, č. 4, str. 8-22

¹⁴⁰ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 9788086929705, str. 117

¹⁴¹ <http://www.fsa.gov.uk/>

¹⁴² http://www.bafin.de/EN/Homepage/homepage_node.html

reaguje na vznik finančních konglomerátů, poněvadž řeší problémy s překrýváním kompetencí specializovaných dozorových institucí nebo naopak zabraňuje vzniku mezer v dozorové činnosti. Umožňuje eliminaci rizika střetu zájmu mezi realizací měnové politiky a bankovním dozorem v rámci centrální banky, přičemž zachovává reputaci centrální banky, která se může specializovat pouze na oblast měnové politiky.¹⁴³

Odvětvový, resp. sektorový model, v němž jsou finanční regulace a dohled institucionálně uspořádány podle základních sektorů finančního zprostředkování vychází z existence relativně nepropojených segmentů finančního trhu a z fungování specializovaných finančních institucí. Na specializované segmenty finančního trhu pak dohlíží odvětvově zaměřený dohledový úřad.¹⁴⁴ Centrální banka dohlíží nad činností bank a specializované dohledové instituce se zaměřují na trh cenných papírů a pojištný trh. Tento model je běžný např. v USA, Francii, Turecku či Švýcarsku.

Model finančního dohledu v rámci centrální banky je integrace měnové politiky a dohledové činnosti. Dohled nad bankovním trhem, trhem cenných papírů a pojištným trhem je plně integrován do centrální banky. Dle Prof. Ing. Petra Musílka, Ph.D. patří mezi základní výhody tohoto modelu uspořádání zejména samostatné a na státním rozpočtu nezávislé financování, využití infrastruktury centrální banky nejen v oblasti měnové politiky, ale i v oblasti dohledu nad finančním trhem, eliminace rizika komunikačního šumu a informační nepružnosti a efektivnější zabezpečení mezinárodní spolupráce.¹⁴⁵ Mezi země, které tento model využívají patří Česká republika, Slovensko, Singapur, Bahrajn, Bermudy, a další.

Funkcionální model finančního dohledu má teoretický základ. Vyskytuje se jen zřídka, ale své uplatnění našel např. v Nizozemí a Austrálii.¹⁴⁶ Tento model se opírá o typologii tržních selhání, na jejichž základě se rozlišují čtyři základní obory finanční regulace a dohledu:

¹⁴³ MUSÍLEK, Petr. *Komparace modelů finanční regulace a dozoru: výhody a nevýhody*. Český finanční a účetní časopis, 2006, roč. 1, č. 4, s. 8-22

¹⁴⁴ Institucionální uspořádání finanční regulace a dohledu v Evropské unii a úloha bank Evropského systému centrálních bank ve finanční regulaci a dohledu, http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/souhrnne_informace_fin_trhy/ostatni_analyticke_publikace/download/fin_regulace_eu.pdf

¹⁴⁵ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 9788086929705, str. 119

¹⁴⁶ Institucionální uspořádání finanční regulace a dohledu ve světě, http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/souhrnne_informace_fin_trhy/ostatni_analyticke_publikace/download/fin_regulace_svet.pdf

- regulace obezřetného podnikání finančních institucí a dohled nad nimi, zaměřená na likviditu a solventnost finančních institucí
- dohled nad trhy i příslušná regulace, které jsou zaměřeny na zneužití trhů a mají za cíl chránit zájmy klientů finančních institucí
- monitorování a analýza stability bankovního sektoru a finančního systému jako celku, jejímž záměrem je snížit pravděpodobnost rizika zřetězení platební neschopnosti bank a jiných finančních institucí
- regulace konkurenčního prostředí a dohled nad ním, jež se zaměřuje na potírání praktik, které zneužívají dominantní postavení na trhu.¹⁴⁷

Vzhledem k výše uvedenému se ztotožňuji s názorem Prof. Ing. Petra Musílka, Ph.D. jež pokládá za zřejmé, že: *„i když nenajdeme jednotný přístup, lze uvést, že v posledním desetiletí celosvětově existoval trend, vedoucí ke snižování počtu samostatně operujících dohledových institucí, vytváření jednotných integrovaných dohledových institucí, zvyšování významu centrálních bank při zajišťování finanční stability a k rozvoji dohledové činnosti v oblasti ochrany finančních spotřebitelů.“*¹⁴⁸

4.3 Dohled nad českým kapitálovým trhem

V důsledku přijetí zákona č. 57/2006 Sb., o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dohledu nad finančním trhem, účinného k 1. dubna 2006 se stala jediným orgánem dohledu nad finančním trhem České republiky ČNB. Na jeho základě došlo k urychlení integrace státního dozoru nad pojišťovnami, zabezpečovaného dosud Ministerstvem financí, státního dozoru nad kapitálovým trhem, zabezpečovaného dosud Komisí pro cenné papíry, a dozorem nad spořitelními a úvěrními družstvy, zabezpečovaného dosud Úřadem pro dohled nad družstevními záložnami a k úplnému soustředění dohledu nad finančním trhem pod ČNB.¹⁴⁹

¹⁴⁷ LLEWELLYN, D. *The Economic Rationale for Financial Regulation*, FSA, Occasional Paper No.1, 1999

¹⁴⁸ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 9788086929705, str. 116

¹⁴⁹ BARÁK, Josef. ČNB jako orgán dohledu nad finančním trhem. *Právní rozhledy 7/2006*, s. II

Záměr úplné integrace dohledu nad finančním trhem byl **zabezpečen novelizací 33 zákonů. Nejdůležitější z nich představují novelizace zákona o Komisi pro cenné papíry, zákona o České národní bance, zákona o pojišťovnictví, zákona o penzijním připojištění se státním příspěvkem a zákona o spořitelních a úvěrních družstvech**, ovšem došlo i k novelizaci některých dalších zákonů, kde rozsah změn není tak výrazný. Nejvýznamnějšími změnami jsou zrušení Komise pro cenné papíry a Úřadu pro dohled nad družstevními záložnami, úprava působnosti ČNB směrem k úplnému výkonu dohledu nad finančním trhem a zúžení pravomoci Ministerstva financí v oblasti státního dozoru nad pojišťovnictvím, zřízení Výboru pro finanční trh jakožto poradního orgánu bankovní rady ČNB pro oblast dohledu nad finančním trhem a integrace spořitelních a úvěrních družstev mezi bankovní instituce.

Úplná integrace dohledu nad finančním trhem v rukou centrální banky není v rozporu s jejími základními úkoly (především s péčí o cenovou stabilitu, spojenou s formulováním měnové politiky), což potvrdilo i stanovisko Evropské centrální banky¹⁵⁰, které bylo k záměru úplné integrace dohledu nad finančním trhem vyžádáno při projednávání návrhu zákona o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dohledu nad finančním trhem.¹⁵¹

Evropská centrální banka navrhované sjednocení dohledu nad finančním trhem v České republice uvítala a sdělila, že navrhovaná právní úprava není v rozporu se Statutem Evropského systému centrálních bank a Evropské centrální banky, který je součástí primárního práva Evropských společenství. Umístění dohledu nad celým finančním trhem v centrální bance není také celosvětově ničím výjimečným.

Model finančního dohledu v rámci centrální banky patří ve vyspělých státech mezi základní modely institucionálního uspořádání finančního dohledu, přičemž v zemích s relativně malým finančním trhem a s převahou bankovních aktivit je tento model považován za nejracionalnější řešení, což mimo jiné konstatuje i Evropská centrální banka ve svém stanovisku.¹⁵² Jak již bylo zmíněno,

¹⁵⁰ <http://www.ecb.int/home/html/lingua.cs.html>

¹⁵¹ BARÁK, Josef. ČNB jako orgán dohledu nad finančním trhem. *Právní rozhledy* 7/2006, s. II

¹⁵² Stanovisko Evropské centrální banky ze dne 28. října 2005 na žádost ČNB ke komplexnímu pozměňovacímu návrhu k vládnímu návrhu zákona o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dozoru nad finančním trhem (CON/2005/39)

cestou jednotného finančního dohledu se vydala rovněž sousední Slovenská republika. Z důvodů jednotného přístupu k dohledové činnosti nad všemi subjekty kapitálového trhu i z důvodů snadnějšího zajištění jednotné státní finanční politiky v oblasti kapitálového trhu je svěření dohledu v této oblasti jediné instituci – ČNB – praktické.

ČNB vykonává dohled podle obecného zákona č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu, a podle řady dalších zvláštních zákonů.

Jako nejvýznamnější mezi těmito zvláštními zákony lze zmínit **zákon o podnikání na kapitálovém trhu**, který podrobněji upravuje jednotlivé typy poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu a dalších účastníků kapitálového trhu. Mezi nejdůležitější typy subjektů, upravených tímto zákonem, nad nimiž ČNB vykonává dohled, patří obchodníci s cennými papíry, osoby oprávněné přijímat a předávat pokyny týkající se investičních nástrojů (např. investiční zprostředkovatelé), organizátoři regulovaného trhu, osoby vedoucí evidenci zaknihovaných investičních nástrojů, apod.¹⁵³

Dále vykonává ČNB dohled nad subjekty kolektivního investování a dalšími osobami, a to dle **zákona o kolektivním investování**. Mezi tyto subjekty se řadí zejména investiční společnosti a investiční fondy, jakož i jejich depozitáři a další osoby. ČNB rovněž vykonává dohled nad emitenty dluhopisů a dalšími subjekty podle zákona o dluhopisech, nad penzijními fondy podle zákona č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem. V neposlední řadě vykonává ČNB dohled nad subjekty kapitálového trhu při plnění jejich vybraných **povinností stanovených obchodním zákoníkem a zákonem č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí** a již zmíněným **zákonem o podnikání na kapitálovém trhu**.¹⁵⁴

ČNB může **ukládat opatření** k nápravě či k odstranění nedostatků zjištěných při výkonu dohledu, a to např. vyžadovat ve stanovené lhůtě odstranění zjištěných nedostatků, pozastavit, omezit nebo zakázat určitou činnost dozorovanému, pozastavit

¹⁵³ BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, 548 s. Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-807-4008-016, str. 62 - 63

¹⁵⁴ Např. dohled při veřejném návrhu na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů přijatých k obchodování na regulovaném trhu (§ 183a obchodního zákoníku) či dohled při výkupu účastnických cenných papírů přijatých k obchodování na regulovaném trhu od minoritních akcionářů v důsledku rozhodnutí valné hromady akciové společnosti o přechodu všech účastnických cenných papírů minoritních akcionářů na osobu majoritního akcionáře (§ 183n obchodního zákoníku).

akcionářské práva akcionáře banky, jenž získal nebo zvýšil kvalifikovanou účast na bance bez souhlasu ČNB nebo jehož působení je na újmu řádnému a obezřetnému podnikání banky, apod. Opatření k nápravě a sankce vyplývající z dohledu nad kapitálovým trhem ukládá ČNB ve správním řízení, na které se s určitými odchylkami vztahuje správní řád.¹⁵⁵

4.4 Dohled nad kapitálovým trhem v rámci Evropské unie

Internacionalizace trhu cenných papírů a finančních derivátů vyvolává potřebu **harmonizace regulatorních přístupů**.¹⁵⁶ Harmonizační úsilí **probíhá na různých úrovních**, přičemž nejdůležitější roli v celosvětové harmonizaci regulace trhů s cennými papíry hraje International Organization of Securities Commissions (IOSCO).¹⁵⁷ Tato nadnárodní instituce usiluje o mezinárodní harmonizaci regulatorních pravidel, podmínek fungování investičních firem i informačních povinností emitentů. Na regionální úrovni probíhá harmonizační proces nejrychleji v rámci Evropské unie. Předpokladem pro vznik jednotného evropského trhu cenných papírů a finančních derivátů je mimo jiné liberalizace pohybu kapitálu, svobodné podnikání investičních firem a bank, harmonizace obchodního a finančního zákonodárství a vytvoření jednotného evropského elektronického obchodního systému.¹⁵⁸

V rámci Evropské unie působí od 1. ledna 2011 nový orgán dohledu nad kapitálovými trhy nazvaný Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (dále jen „ESMA“)¹⁵⁹. Orgán ESMA vznikl na základě nařízení Evropského parlamentu a Rady Evropské unie č. 1095/2010 ze dne 24. listopadu 2010, o zřízení Evropského orgánu dohledu¹⁶⁰ a nahradil Evropský výbor regulátorů trhů s cennými papíry známý pod označením CESR.¹⁶¹ **Vznik orgánu ESMA je součástí evropské reformy dohledu**

¹⁵⁵ BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, 548 s. Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-807-4008-016, str. 63

¹⁵⁶ Harmonizací regulace se rozumí mezinárodně koordinovaný postup v oblasti regulace cenných papírů a finančních derivátů.

¹⁵⁷ Mezinárodní organizace komisí pro cenné papíry

¹⁵⁸ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 9788086929705, str. 115 - 116

¹⁵⁹ European Securities and Market Authority

¹⁶⁰ Evropský orgán pro cenné papíry a trhy

¹⁶¹ KRÁLÍK, Aleš, HOLEŠ, Stanislav: K novým pravomocem Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy. *Obchodněprávní revue* 6/2011

nad finančními trhy. V rámci reformy mají vzniknout 3 nadnárodní regulační orgány, které mají sektor sledovat na mikroúrovni.

První z nich bude pověřen dozorem nad bankovním sektorem (European Banking Authority, EBA), **druhý** nad trhem s cennými papíry (European Securities and Market Authority, ESMA) a **třetí** nad penzijními fondy a pojišťovnami (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA). Vedle toho vznikne také tzv. Evropská rada pro systémová rizika (European Systemic Risk Board), jejíž rolí bude sledovat makroekonomickou stabilitu finančního sektoru a upozorňovat na systémová rizika, která mohou ohrozit evropský finanční trh.

Nejspornějším bodem celé reformy dohledu nad finančními trhy byla v průběhu jejího projednávání **otázka rozdělení kompetencí mezi nadnárodními a národními orgány dohledu.**¹⁶² Ve výsledku zůstala národním orgánům pravomoc dohlížet na každodenní fungování domácích finančních trhů. Nadnárodní dohled by měl zasáhnout až v případě, že nastane „naléhavá situace“ (o tom, co je a co není naléhavá situace budou rozhodovat členské státy) nebo ve chvíli, kdy dojde k porušení práva Evropské unie vlivem špatného uplatnění evropských nařízení národními regulačními orgány. Evropské orgány dohledu budou podle materiálu z Evropské komise moci do rozhodování vstoupit také ve chvíli, bude-li se jednat o případ nadnárodní povahy (jinými slovy, půjde-li např. o nadnárodní banku).

Dalším krokem ke zlepšení současné situace na kapitálových trzích je snaha Evropské komise regulovat obchody s OTC deriváty. Dne 17. září 2010 předložila Evropská komise návrh Nařízení o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů (dále jen „EMIR“).¹⁶³ Výbor pro hospodářství a měnu Evropského parlamentu schválil zprávu k návrhu EMIR dne 24. května 2011.¹⁶⁴ Jednání s Evropským parlamentem pak byla dokončena během února roku 2012 za dánského předsednictví. Nyní je EMIR ve stadiu technického doladování verzí mezi Evropským parlamentem a Radou, poté bude přeložen do jazyků členských států a definitivně

¹⁶² Europoslanci schválili reformu finančního dohledu, <http://www.euractiv.cz/ekonomika-a-euro/clanek/europoslanci-schvalili-reformu-financniho-dohledu-007930>

¹⁶³ Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivative transactions, central counterparties and trade repositories dále jen „European Market Infrastructure Regulation“ neboli „EMIR“

¹⁶⁴ Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů. KOM (2010) 484, 11. 9. 2010

formálně schválen Radou a plénem Evropského parlamentu. Následně bude publikován v Oficiálním věstníku a stane se tak právně závazným předpisem.¹⁶⁵

Návrh nařízení EMIR stanoví **ohlašování veškerých derivátových smluv registrům obchodních údajů** (centrálním datovým střediskům) a k **zúčtovávání standardizovaných smluv o OTC derivátech prostřednictvím ústředních protistran**¹⁶⁶, což povede ke snížení rizika protistrany, tj. rizika selhání jedné ze smluvních stran. Cílem je zabránit, aby selhání jednoho účastníka trhu způsobilo zhroucení dalších účastníků trhu a tím ohrozilo celý finanční systém.¹⁶⁷ Pro získání povolení bude muset mít ústřední protistrana určitou minimální výši kapitálu.

V souladu se současnými trendy ve všech procesech bude velkou roli hrát nově zřízený panevropský dohledový orgán ESMA.¹⁶⁸ RNDr. Mgr. Daniela Doležalová – referentka Ministerstva financí a spoluautorka Komentáře k zákonu o platebním styku vidí jako velmi pozitivní zejména návrh na zřízení registrů obchodních údajů a zavedení povinnosti hlásit do těchto registrů všechny uzavřené obchody s deriváty. Dle Doležalové tato úprava umožní dohledovým orgánům získat v reálném čase přehled o expozicích jednotlivých účastníků trhu a případně zasáhnout, budou-li to považovat za nutné. **Neměl by se tedy již opakovat případ americké pojišťovací společnosti AIG, která musela být zachraňována americkou vládou právě kvůli svým enormním závazkům z derivátových kontraktů, které nebyla schopná plnit.**

Výše uvedené předpisy Evropské unie patří k těm nejdůležitějším v oblasti dohledu a regulace obchodování s cennými papíry a finančními deriváty. Orgány unie ovšem připravují v oblasti kapitálového trhu řadu dalších změn, které mají přispět ke zlepšení současné situace na tomto poli. Mezi ně patří např. návrh

¹⁶⁵ Daniela Doležalová: K návrhu nového nařízení o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů. *Obchodněprávní revue* 4/2012, s. 113

¹⁶⁶ Jedná se o proces stanovení povinného clearingů daných typů OTC derivátů

¹⁶⁷ Peter Mišúr: Evropská komise předložila ambiciózní legislativní plán na rok 2012. *Obchodněprávní revue* 2/2012, s. 53

¹⁶⁸ Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů Pracovní program Komise na rok 2012. Cesta k obnově Evropy. KOM (2011) 777 v konečném znění

evropské úpravy proti zneužívání trhu¹⁶⁹ či návrh nové evropské úpravy požadavků na informační povinnosti emitentů některých investičních cenných papírů a dalších osob (tzv. „transparentní směrnice“), uveřejněné v roce 2011 Evropskou komisí na svých internetových stránkách.¹⁷⁰

Cílem návrhu evropské úpravy proti zneužívání trhu je zajistit, aby členské státy postihovaly úmyslná jednání porušující pravidla pro ochranu vnitřních informací a manipulaci s trhem též na úseku trestního práva. Mezi změny navrhované transparentní směrnice patří například posílení oznamovacích povinností v souvislosti se získání kontrolního podílu na emitentech, jejich akcie jsou přijaty k obchodování na veřejných trzích.

Také Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA) navrhl v nedávné době možnou právní úpravu v oblasti kapitálového trhu, a to úpravu prováděcích opatření k nařízení o prodeji na krátko a některých aspektech swapů úvěrového selhání.¹⁷¹ Nařízení o prodeji na krátko (tzv. „short-selling“) a některých aspektech swapů úvěrového selhání by mělo být účinné k 1. listopadu 2012 a klade si za cíl řešit potenciální rizika vyplývající z prodeje cenných papírů na krátko nebo nekrytých prodejů swapů úvěrového selhání pro stabilitu a důvěru na trzích.

Úsilí Evropské unie o zlepšení stávající situace na kapitálovém trhu a o zdokonalení systému regulace a dohledu nad trhy cenných papírů a finančních derivátů je tedy značné. Největší snahu o účinnou a integrovanou regulaci lze pozorovat v oblasti finančních derivátů, a to zejména proto, že investování do těchto instrumentů bylo příčinou současné hospodářské krize. Celkově se domnívám, že harmonizační proces Evropské unie v oblasti finančních trhů má na českou právní úpravu pozitivní vliv a zabrání nebo alespoň maximálně omezí rizika selhání kapitálového trhu.

¹⁶⁹ http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/COM_2011_651_en.pdf

¹⁷⁰ http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_en.pdf

¹⁷¹ <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-98.pdf>

Závěr

Cenné papíry a finanční deriváty zůstávají již mnoho let jedním z nejvýznamnějších nástrojů v právní a ekonomické oblasti hospodářství. Jejich přesné právní vymezení, používání a stanovená pravidla jsou velmi důležitým prvkem, který se projevuje v každodenní praxi. Ve své diplomové práci jsem se proto snažila odhalit nejednoznačnosti v jednotlivých právních ustanoveních, které se těchto finančních instrumentů a obchodování s nimi dotýkají a přispět tak k jejich odstranění.

Dominantní část diplomové práce se ovšem zaměřuje na projevy a praktické používání cenných papírů a finančních derivátů na finančním, resp. kapitálovém trhu, spolu s nezbytným dohledem v této oblasti a následnou komparací institucionálního uspořádání těchto trhů v České republice, v Evropské unii, i v dalších zemích světa.

Na základě zpracované diplomové práce je možno k uvedené problematice formulovat následující základní závěry:

- **Právní úprava cenných papírů je značně nejednotná, místy až matoucí a vyžaduje změnu, jak z hlediska sjednocení terminologie jednotlivých zákonů, tak z hlediska doplnění chybějících definic základních pojmů. Současné znění zákona o cenných papírech neobsahuje ani obecnou definici cenného papíru, ani definici cenných papírů zaknihovaných. Přitom právě pojem zaknihovaného cenného papíru byl definován ještě v předchozím znění zákona, platném od 1. 4. 2003 do 30. 4. 2004.**
- **Co se týče terminologie jednotlivých zákonů, vyvstává problém rozlišit rozdíl mezi cenným papírem na jméno, který je převoditelný rubopisem a cenným papírem na řad, neboť dle ustanovení § 3 odst. 3 zákona o cenných papírech se na cenný papír na jméno převoditelný rubopisem vztahují ty ustanovení zákona o cenných papírech, které upravují cenné papíry na řad.**
- **Dalším příkladem odlišné terminologie jsou cenné papíry na doručitele, jak je nazývá zákon o cenných papírech, přičemž obchodní zákoník pro stejný typ cenných papírů užívá názvu cenné papíry na majitele. V § 3 odst. 2 zákona o cenných papírech se pak upravuje, že se na tento typ cenného papíru vztahují ustanovení o cenných papírech na doručitele.**

- Rovněž právní úprava finančních derivátů je v českém právním řádu značně nejednotná. Definici finančního derivátu můžeme v současné době najít ve třech různých zákonech - v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu, v devizovém zákoně a v opatření č. j. 281/89 759/2001, kterým se stanoví účtová osnova a postupy účtování pro podnikatele v účtové osnově. Každý z těchto právních předpisů vymezuje derivát jinak - pouze pro svou oblast použití a nelze tedy tento výklad využít jako obecnou definici.
- Absence obecné definice cenného papíru a finančního derivátu a nejednotná či dokonce odlišná terminologie v jednotlivých právních předpisech může vést k značné právní nejistotě, neboť zákonné definice právních pojmů jsou vodítkem pro výklad a interpretaci jednotlivých právních norem. Z tohoto hlediska by bylo správné právní úpravu v této oblasti sjednotit a zároveň zakotvit do českého právního řádu jak obecnou definici cenného papíru, tak finančního derivátu a nenechávat výklad těchto pojmů jako doposud pouze v teoretickoprávní rovině.
- V souvislosti s výše uvedeným je rovněž důležité zdůraznit rozdíly mezi pojmem *investiční cenný papír*, jemu nadřazeným širším pojmem *investiční nástroj* a ještě širším pojmem *instrument finančního trhu*. Se všemi těmito termíny se můžeme v právní terminologii setkat – nejen v zákonech, ale často se s nimi pracuje i ve vyhláškách České národní banky. Jejich užívání v praxi je ovšem dosti zmatečné, a to právě pro nedostatečné povědomí i odborné veřejnosti, která si tyto pojmy často plete. Zavedení stručné definice uvedených pojmů do zákona o podnikání na kapitálovém trhu by byla jistě prospěšná.
- V neposlední řadě by si svoji samostatnou úpravu v zákoně o kapitálovém trhu zasloužily některé nově vzniklé finanční deriváty – zejména investiční certifikáty a warranty. Ustanovení § 3 odst. 1 tohoto zákona uvádí ve výčtu jednotlivých investičních nástrojů pouze čtyři základní typy finančních derivátů (forvardy, futures, slapy a opce), které ovšem nejsou jedinými existujícími deriváty. Mimo ně se objevují i nové druhy finančních derivátů, které často vznikají kombinací typů dosavadních. A právě investiční certifikáty a warranty patří v České republice k již zavedeným finančním instrumentům, se kterými se již řadu let obchoduje na kapitálovém trhu. Tyto dva typy finančních derivátů

se ovšem v ustanovení § 3 odst. 1, písm. d) stále řadí pod definici „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“. Domnívám se, že by jim měl být dán v zákoně větší prostor, a to zejména proto, že s nimi obchodují dvě největší burzovní instituce v České republice – Burza cenných papírů Praha, a.s. a RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů a.s., přičemž v rámci RM-SYSTÉMU představují warranty a investiční (pákové) certifikáty jediné finanční deriváty, se kterými lze na této burze obchodovat.

- Dříve se finanční deriváty dělily dle formy obchodování na burzovní a mimoburzovní. Stejně tak se rozlišoval i regulovaný trh. Vzhledem k novele zákona o podnikání na kapitálovém trhu (zákon č. 230/2008), do které se promítá evropská směrnice MiFID již ovšem toto dělení postrádá význam. Snaha Evropské unie o sjednocení podmínek obchodování na kapitálových trzích ve všech členských zemích dopadá i do českého právního řádu. Ruší se zastaralé instituty v této oblasti a nahrazují se jednotnou evropskou úpravou. V současné době se dle směrnice MiFID obchoduje s investičními nástroji jak na neregulovaných, tak na regulovaných trzích a dále v rámci mnohostranných obchodních systémů. Skutečnost, že směrnice MiFID setřela rozdíly mezi burzovním a mimoburzovním trhem, vedlo mimo jiné i k tomu, že dříve známý organizátor mimoburzovního trhu - RM-SYSTÉM má od 1. prosince 2008 oficiální status burzy cenných papírů.
- Implementace směrnice MiFID do českého právního řádu dle mého názoru velmi prospěla současné situaci na českém kapitálovém trhu, a to zejména díky její snaze ochránit drobné investory. Směrnice si klade za cíl zvýšit úroveň služeb poskytovaných malým investorům, kteří mnohdy investují do cenných papírů bez kvalifikovaných znalostí, často z důvodu, že mezi nimi a subjektem, jehož cenné papíry (popřípadě finanční deriváty) kupují, existuje určitý osobní, regionální či jiný vztah. Tito investoři pochopitelně nemají tak velké finanční portfolio jako profesionální zákazníci a investováním na kapitálovém trhu

riskují velké ztráty. Je proto dobře, že evropské předpisy mají tendenci být prospěšnější pro drobné zákazníky, kteří tak budou čím dál tím častěji zvažovat investici do různých druhů finančních instrumentů.

- V této souvislosti je vhodné upozornit, že se v současné době uvažuje o změně směrnice MiFID. Evropská komise předložila k projednání Evropskému parlamentu a Radě návrh na úpravu směrnice, který vychází ze zkušeností její aplikace a nově upravuje zejména změnu tržní struktury, zohlednění technologických inovací, posílení dohledových pravomocí pro trhy s komoditními deriváty a ochranu investorů. Revidovaná směrnice MiFID stanoví přísnější požadavky na správu portfolia, investiční poradenství a nabídku složitých finančních produktů. Mimo mnohostranné obchodní systémy a regulované trhy, které jsou ve směrnici MiFID již zahrnuty, by měly být nově v rámci regulačního rámce doplněny o nový typ obchodního místa - organizovaný obchodní systém. Kromě toho se navrhuje zavést nová zvláštní označení pro trhy malých a středních podniků, aby se jim umožnil přístup na kapitálový trh. Cílem Evropské unie je zavést jednotný regulační rámec pro obchodování s investičními nástroji, který má zabránit provozování nekalých praktik na sekundárních trzích a zjednodušit samotné obchodování na finančním, resp. kapitálovém trhu.
- Kapitálový trh je stále nejvíce soustředěn na burzách. Studium a analýzou jednotlivých burzovních institucí v České republice i v okolním světě a statistických údajů k nim se vztahujících lze dojít k závěru, že přestože se objem obchodování s cennými papíry a finančními deriváty na českých burzovních trzích oproti roku 2010 nepatrně zvýšil, v porovnání s roky 2007 a 2008 se obchodování s investičními nástroji nachází stále ve značném útlumu, což je zapříčiněno celosvětovou hospodářskou krizí. Stejně tak tomu je ale i na zahraničních burzovních firmách a burzách, jako jsou NYSE Euronext US, NASDAQ OMX US, Tokyo Stock Exchange Group a další. I tam se vliv hospodářské krize na celkových objemech obchodů s investičními nástroji negativně projevil.
- Pokud jde o samotné investování na burze, jsou investoři, kteří vyhledávají riziko a láká je možnost velkého zisku. Ty uspokojí např. akcie či investiční

certifikáty. Na druhou stranu ti, kteří volí konzervativní přístup k riziku se spíš zaměří na dluhopisy či zvaží investice do podílových fondů. Nejdůležitějším faktorem pro správné investování je však dostatek relevantních informací, které si může investor opatřit různými způsoby. Je možné zajistit si přístup k datům od renomovaných informačních agentur, využít informačního servisu obchodníků s cennými papíry či získávat data přímo na internetových stránkách burzy.

- V České republice se stále nejvíce investuje do klasických cenných papírů jako jsou akcie či dluhopisy, které stojí v popředí zájmu investorů. I přes rozvíjející se možnosti investování do finančních derivátů a nově vznikající burzovní trhy, kde lze s finančními deriváty obchodovat, nejsou celkové objemy obchodů s deriváty v České republice na vysoké úrovni. Přestože se finanční deriváty postupně dostávají do povědomí veřejnosti, jejich nabídka na českých burzovních trzích je stále slabá, což vede potencionální investory k preferování zahraničních trhů s finančními deriváty nad trhy českými. V porovnání s ostatními investičními nástroji je význam obchodů s finančními deriváty na Burze cenných papírů Praha, na burze RM-SYSTÉM, i na vídeňské burze, kde se rovněž obchoduje s finančními deriváty na česká podkladová aktiva velmi nízký. Naprosto jinou situaci lze pozorovat na zahraničních trzích, kde se objemy obchodů s finančními deriváty pohybují v řádech milionů dolarů. Nejvýznamnější zahraniční burzovní firmou na poli derivátů představuje společnost CME Group, která uzavírá nejvíce obchodů s finančními deriváty na světě.
- Současná právní úprava cenných papírů a finančních derivátů a obchodování s těmito instrumenty je značně ovlivněna povinností České republiky implementovat do českého právního řádu předpisy Evropské unie. Harmonizační proces Evropské unie v oblasti finančních trhů má za cíl sjednotit právní úpravu zejména z oblasti regulace a dohledu nad kapitálovým trhem. Je zřejmé, že snaha Evropské unie o vytvoření jednotných integrovaných dohledových institucí v oblasti kapitálového trhu a zprůhlednění veškerého obchodování s investičními nástroji vychází z rozhodnutí, přijatých na zasedání skupiny G-20, konaném v říjnu 2008 ve Washingtonu, kde se řešila možná

východiska k zamezení prohloubení dosavadní hospodářské krize a zabránění výskytu dalších závažných tržních selhání v budoucnu.

- **Hospodářské krize nepříznivě ovlivňují život všech subjektů – nejenom možnosti investovat do cenných papírů či finančních derivátů, ale i schopnost získat dostatek finančních prostředků na koupi zboží či šance najít kvalitní zaměstnání. Je proto nutné zabránit dalším krizovým projevům na finančních trzích, a to v celosvětovém rozsahu, v čemž hraje klíčovou roli právě dohled a regulace trhů s cennými papíry a finančními deriváty. Evropská unie, jako člen skupiny G-20 zavádí účinnější regulaci a dohled nad kapitálovým trhem pomocí závazných evropských předpisů, kterými je např. výše uvedená směrnice MiFID, nařízení Evropského parlamentu a Rady Evropské unie č. 1095/2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (ESMA), Nařízení o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů (EMIR) či připravovaný návrh evropské úpravy proti zneužívání trhu nebo návrh nové evropské úpravy požadavků na informační povinností emitentů některých investičních cenných papírů a dalších osob.**
- **Vznik orgánu ESMA je součástí evropské reformy dohledu nad finančními trhy. V rámci reformy mají vzniknout tři nadnárodní regulační orgány, které mají sektor sledovat na mikroúrovni. První z nich bude pověřen dozorem nad bankovním sektorem, druhý nad trhem s cennými papíry a třetí nad penzijními fondy a pojišťovnami. Vedle toho vznikne také tzv. Evropská rada pro systémová rizika, jejíž rolí bude sledovat makroekonomickou stabilitu finančního sektoru a upozorňovat na systémová rizika, která mohou ohrozit evropský finanční trh.**
- **Vzhledem k tomu, že nedávná hospodářská krize byla zapříčiněna cenovou bublinou v oblasti cenných papírů navázaných na hypoteční aktiva, resp. finanční deriváty, je teď hlavním záměrem regulace kapitálového trhu dosáhnout větší transparentnosti i do nepřehledných segmentů finančních trhů, jakými jsou např. OTC obchody s deriváty. Návrh nařízení EMIR stanoví ohlašování veškerých derivátových smluv registrům obchodních údajů a k zúčtovávání standardizovaných smluv o OTC derivátech prostřednictvím ústředních protistran, což povede ke snížení rizika protistrany. Cílem je**

zabránit, aby selhání jednoho účastníka trhu způsobilo zhroucení dalších účastníků trhu a tím ohrozilo celý finanční systém. Neměl by se tedy již opakovat případ americké pojišťovací společnosti AIG, která musela být zachraňována americkou vládou právě kvůli svým enormním závazkům z derivátových kontraktů, které nebyla schopná plnit.

- V České republice nyní funguje model finančního dohledu v rámci centrální banky. Tento model patří ve vyspělých státech mezi základní typy institucionálního uspořádání finančního dohledu, přičemž v zemích s relativně malým finančním trhem a s převahou bankovních aktivit je tento model považován za nejracionálnější řešení. Z důvodů jednotného přístupu k dohledové činnosti nad všemi subjekty kapitálového trhu i z důvodů snadnějšího zajištění jednotné státní finanční politiky v oblasti kapitálového trhu je svěřeni dohledu v této oblasti jediné instituci – ČNB – praktické. Přejít na model finančního dohledu v rámci centrální banky, resp. integraci všech jiných orgánů dohledu do ČNB, uvítala i Evropská centrální banka, která schválila České republice tento postup ve svém stanovisku ze dne 28. října 2005, ve kterém se na žádost ČNB vyjadřovala ke komplexnímu pozměňovacímu návrhu k vládnímu návrhu zákona o změně zákonů v souvislosti se sjednocováním dozoru nad finančním trhem.

Z výše uvedených skutečností vyplývá, že právní úsilí Evropské unie i ČR zlepšit stávající situaci na kapitálovém trhu, dosáhnout větší integrace členských států a zdokonalit systém regulace a dohledu nad trhy cenných papírů a finančních derivátů je bezpochyby značné. Největší snahu o účinnou a integrovanou regulaci lze pozorovat v oblasti finančních derivátů, a to zejména proto, že investování do těchto instrumentů bylo jednou z příčin nedávné hospodářské krize. Celkově se domnívám, že harmonizační proces Evropské unie v oblasti finančních trhů má na českou právní úpravu pozitivní vliv a zabráni nebo alespoň maximálně omezí rizika selhání kapitálového trhu jak u nás, tak ve světě.

Na závěr bych ráda podotkla, že výše uvedené závěrečné shrnutí postihuje pouze zlomek značně široké a komplikované oblasti finančního práva, která podléhá výraznému dynamickému vývoji, s tím že je žádoucí tento dále rozpracovat v potřebných specifikacích jak právní vědy, tak ekonomické praxe.

Seznam zkratek

BCPP: Burza cenných papírů Praha, a.s.

ČNB: Česká národní banka

EMIR: European Market Infrastructure Regulation

FRA: Forward rate agrément

MiFID: Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2004/39/ES o trzích s finančními Instrumenty

MOS: Mnohostranný obchodní systém

OTC: over-the-counter = neregulované trhy

RM-SYSTÉM: RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů

Použitá literatura

Knižní zdroje:

BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, 548 s. Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-807-4008-016

BULÍŘ, A., a kol. Překlad knihy: MISHKIN, F. *Ekonomie peněz, bankovníctví a finančních trhů. Finance a úvěr*, 1991, roč. 41, č. 1, s. 1-24. ISSN 0015-1920

CARMICHAEL, J. *Experiences with Integrated Regulation*, Paper presented at the Finance Forum. 2002

CHANCE, Don M. *Essays in Derivatives*. 2nd ed. New York: Wiley 2008

DĚDIČ, Jan . *Aplikované právo*. Praha, 2006, **2006**(1). ISSN 1214-4878

DĚDIČ, Jan. *Právo v podnikání*. 1. vyd. Praha: Prospektrum, 2000, 546 s. ISBN 80-7175-084-0

DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. Vyd. 2., přeprac. V Praze: Oeconomica, 2008, 297 s. ISBN 978-80-245-1435-2

HENDRYCH, Dušan a kol. *Správní právo*. Obecná část. 7. vydání. Praha : C. H. Beck, 2009

JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. 1. vyd. Praha: Grada, 2005, 630 s. ISBN 80-247-1099-4

KOTÁSEK, Josef. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 4. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005, 728 s. ISBN 80-717-9855-X

MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 9788086929705

PAVLÁT, Vladislav. *Kapitálové trhy*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, c2003, 296 s. ISBN 80-864-1933-9

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 2. rozšířené vydání. Ostrava: Key Publishing, 2010, 660 s. ISBN 978-80-7418-080- 4

VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, 703 s. ISBN 978-80-7357-297-6

Časopisecké zdroje:

BARÁK, Josef. ČNB jako orgán dohledu nad finančním trhem. *Právní rozhledy* 7/2006, s. II

HOLEČEK, Milan. Centrální depozitář cenných papírů zahájil činnost a probudil tak dosud dřímající moderní právní úpravu v oblasti kapitálových trhů. *Právní rozhledy*. 2010, roč. 2010, č. 15. ISSN 1210-6410

KRÁLÍK, Aleš, HOLEŠ, Stanislav: K novým pravomocem Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy. *Obchodněprávní revue* 6/2011

LLEWELLYN, D. *The Economic Rationale for Financial Regulation*, FSA, Occasional Paper No.1, 1999

MIŠŮR, Peter. Evropská komise předložila ambiciózní legislativní plán na rok 2012. *Obchodněprávní revue* 2/2012

MUSÍLEK, Petr. *Komparace modelů finanční regulace a dozoru: výhody a nevýhody*. Český finanční a účetní časopis, 2006, roč. 1, č. 4

ZMEŠKAL, Zdeněk. Prístupy k eliminaci finančních rizik na bázi finančních hedgingových strategií. *Finance a úvěr - Czech Journal of Economics and Finance*, 2004, roč. 54, c. 1–2

Materiály vybraných institucí:

BCPP, Ročenka 2010, Burza cenných papírů Praha, a.s.

BCPP, Ročenka 2011, Burza cenných papírů Praha, a.s.

BCPP, Výroční zpráva za rok 2010, Burza cenných papírů Praha, a.s.

Konzultační materiál - Tržní infrastruktura (Market Infrastructure), Ministerstvo financí České republiky, Odbor legislativy finančního trhu, Oddělení Kapitálový trh, str.50

Ministerstvo financí, Převod evidencí Střediska cenných papírů na Centrální depozitář cenných papírů, a. s. - Informace o vývoji a návrh postupu, listopad 2009

Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů. KOM (2010) 484, 11. 9. 2010

RM-SYSTÉM, Výroční zpráva za rok 2011, RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů

Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů Pracovní program Komise na rok 2012. Cesta k obnově Evropy. KOM (2011) 777 v konečném znění

Stanovisko Evropské centrální banky ze dne 28. října 2005 na žádost ČNB ke komplexnímu pozměňovacímu návrhu k vládnímu návrhu zákona o změně zákonů v souvislosti se sjednocováním dozoru nad finančním trhem (CON/2005/39)

Statistické soubory světové federace burz, <http://www.world-exchanges.org/statistics>

Internetové články:

ČTK, Legenda mezi burzami NYSE vznikla před 220 lety pod platanem,
<http://www.financninoviny.cz/investice/zpravy/legenda-mezi-burzami-nyse-vznikla-pred-220-lety-pod-platanem/794594>

ELMERRAJI, Jonas, Mark-to-market Mayhem,
<http://www.investopedia.com/articles/financial-theory/08/mark-to-market-mayhem.asp#axzz1vKdIT3po>

Europoslanci schválili reformu finančního dohledu, <http://www.euractiv.cz/ekonomika-a-euro/clanek/europoslanci-schvalili-reformu-financniho-dohledu-007930>

Institucionální uspořádání finanční regulace a dohledu ve světě,
http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/souhrnne_informace_fin_trhy/ostatni_analyticke_publikace/download/fin_regulace_svet.pdf

KRACÍK, Lukáš, Co jsou to finanční deriváty a jak s nimi obchodovat?,
<http://trhy.mesec.cz/clanky/co-jsou-to-financni-derivaty-a-jak-s-nimi-obchodovat/?stocksSidebarDiscussions-tabId=top&do=stocksSidebarDiscussions-switch>

MAIXNEROVÁ, Lucie, Co přináší směrnice MiFID českému kapitálovému trhu,
<http://www.ekonomikaamanagement.cz/cz/clanek-co-prinasi-smernice-mifid-ceskemu-kapitalovemu-trhu.html>

MAŠEK, František. Středisko cenných papírů končí. Drobní investoři se o své akcie bát nemusí, <http://www.penize.cz/akcie/82916-stredisko-cennych-papiru-konci-drobnii-investori-se-o-sve-akcie-bat-nemusi>

Metody bankovního dohledu,
http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/postaveni_dohledu/uverove_instituce/metody_bank_dohledu.html

NOVOTNÝ, Petr. Centrální depozitář funguje. Evidence cenných papírů v České republice už je jednotná, <http://www.investicniweb.cz/trhy/akcie-cr/2010/11/5/clanky/centralni-depozitar-funguje-evidence-cennych-papiru-v-ceske-republice-uz-je-jednotna/>

Regulace a dohled nad kapitálovým trhem,
http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/postaveni_dohledu/kapitalovy_trh/index.html

SMOLKOVÁ, Kateřina, Novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu,
<http://www.epravo.cz/top/clanky/novela-zakona-o-podnikani-na-kapitalovem-trhu-55271.html>

Světové burzy, <http://www.penize.cz/15868-svetove-burzy>

Resumé

Název: Právní problematika operací s cennými papíry a finančními deriváty

Title: Legal issues of transactions with securities and financial derivatives

Klíčová slova: deriváty, cenné papíry, kapitálový trh

Key words: derivatives, securities, capital market

Resume:

The crucial aspect in the economic development was and still is the way of financial payments and fund raising. The historical development had a number of forms (barter, gold coins), the more modern methods led to the introduction of securities and financial derivatives. From the beginning of introducing securities and financial derivatives to the market the methods of their trading became increasingly sophisticated and thus grew the importance and need of their legal definition and assessment of their use. Given the current importance of these financial instruments, which are increasingly affecting the economic and social life of many countries, I decided to at least generally analyze this area in this thesis.

My thesis primarily analyzes the regulation of securities, financial derivatives and trading with them in the Czech legal system in order to highlight the imperfections that may in practice lead to ambiguous interpretation and tries to help to eliminate these gaps. The focus of the thesis lies in the comparison of the institutional structure of securities markets in the Czech Republic and the outside world and capturing of the latest trends in these markets, including regulatory reforms and their impact from a legal point of view. Finally, it is the intention of this work to evaluate the current condition in financial markets with a view to clarifying the causes and possible developments in this area.

The first part is dedicated to securities, and sorting functions that can perform. The concept of security and its handling from the perspective of the Czech legal system is analyzed in this chapter. At the same time there will be uncertainties in the legislation, which deals with the issue of securities outlined in this section of the thesis. The chapter also briefly talks about the new powers of the Central Securities

Depository, which became on the first of January 2012 the only institution in the Czech Republic, which keeps records of dematerialized securities.

Financial derivatives, their possible functions, sorting and basic types are defined in the second chapter. There are also mentioned all the different types of derivatives here, not only classical phase-types, but also newly formed derivatives. This section had devoted considerable space to the existing legislation on financial derivatives, and there will be explained the difference between securities and financial derivatives in general and those which are also investment vehicles, or by different word, the items of capital market.

The following section focuses on the securities markets and financial derivatives markets in the Czech Republic and the other world. In the beginning of this chapter, there is a description of the market in financial instruments and its specifics, thereafter this part deals with individual stock exchange institutions, their comparison and capturing of the latest trends in these markets, including regulatory reforms from a legal point of view. This part of the thesis also evaluates the obligation to implement European regulations on the capital market into the Czech legal system and the impact of these regulations on the current situation on the securities markets and financial derivatives markets.

The last chapter of this thesis is devoted to the regulation and supervision of capital market. The current state of supervision over the Czech capital market and comparison of different models of institutional arrangements for financial supervision are discussed here. This section mainly analyzes the process of harmonization of the European Union's supervision of financial markets and assesses the potential benefits and risks, which arise in the Czech Republic due to the implementation of European regulations.