

Univerzita Karlova v Praze
Právnická fakulta

Tomáš Jarolímek

Právní povaha finančních derivátů

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: JUDr. Michael Kohajda, Ph.D.

Katedra finančního práva a finanční vědy

Datum vypracování práce: 30.11.2012

Závazně prohlašuji, že jsem tuto práci vypracoval samostatně, všechny použité prameny a literatura byly řádně citovány a práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

V Praze dne 30.11.2012

Tomáš Jarolímek

NÁZEV:

Právní povaha finančních derivátů

AUTOR:

Tomáš Jarolímek

KATEDRA:

Katedra finančního práva a finanční vědy

VEDOUcí PRÁCE:

JUDr. Michael Kohajda, Ph.D.

ABSTRAKT:

Práce se zaměřuje na detailní rozbor povahy derivátů. Nejdříve metodou analýzy mezioborových akademických textů představuje základní obecné definice, které mezi sebou konfrontuje a na základě jejich syntézy dochází k jednotnému teoretickému vymezení derivátových kontraktů. Věnuje se jejich definičním znakům, způsobu jejich využití a zavádí jejich klasifikaci podle rozdílných kritérií, přičemž blíže popisuje i konkrétní derivátové druhy, jako jsou forwardy, futures, opce a swapy. Poté následuje praktický rozbor právní regulace derivátových trhů, a to s ohledem na historickou i současnou úpravu angloamerického a evropského práva. Stěžejní částí práce je analýza právní povahy derivátů podle českého právního řádu. Jsou zde zkoumány jednotlivé právní předpisy, které se předmětu této práce relevantně věnují, v procesu jejich vývoje od původního k účinnému znění. Východiskem analýzy je zjištění, že právní úprava derivátů je v českém právním řádu značně roztráštěná a nedostačující a obecné vymezení právní povahy derivátů nabízí překvapivě pouze občanský zákoník, aniž by to bylo jeho primárním účelem.

KLÍČOVÁ SLOVA:

deriváty, hry a sázky, MiFID, MiFIR, EMIR

TITLE:

Legal nature of financial derivatives

AUTHOR:

Tomáš Jarolímek

DEPARTMENT:

Department of financial law and financial science

SUPERVISOR:

JUDr. Michael Kohajda, Ph.D.

ABSTRACT:

The goal of this thesis is a comprehensive analysis of derivatives nature. First there are through examination of interdisciplinary academic texts presented universal definitions. These definitions are confronted, decomposed and synthesized into single theoretical demarcation of derivatives contracts. There are presented general characteristics, common utilizations and classifications of derivatives based on different criteria. Under scrutiny are basic derivative types, such as forwards, futures, options and swaps. Theoretical part is followed by practical analysis of legal regulation of derivative markets, based on Anglo-American and European law. A highlight of the thesis is an examination of legal nature of derivatives according to Czech law. Scrutinized are relevant statutes, both historical and actual. The examination leads to a conclusion, that Czech legislation on derivatives is extensively fragmented and consequently insufficient. Uniform legal nature therefor surprisingly offers only civil code, which was not designed to do so.

KEYWORDS:

derivatives, gambling, MiFID, MiFIR, EMIR

Obsah

1	Úvod	6
2	Teoretické pojetí derivátů	8
2.1	Deriváty v zahraniční literatuře	9
2.2	Deriváty v české literatuře	13
3	Pojmové znaky derivátů a jejich členění	15
3.1	Definiční znaky	15
3.1.1	Podkladová proměnná	15
3.1.2	Počáteční investice	17
3.1.3	Vypořádání v budoucnu	17
3.2	Práva a povinnosti	18
3.3	Účel obchodování	18
3.3.1	Zajištění a spekulace	18
3.3.3	Arbitráž	19
3.4	Způsob obchodování	20
3.4.1	OTC deriváty	20
3.4.2	Burzovní deriváty	20
3.4.3	Clearingové domy	21
4	Vybrané druhy derivátů	22
4.1	Forwardy	22
4.2	Futures	24
4.3	Swapy	26
4.4	Opce	28
4.5	Úvěrové deriváty	30
5	Historie derivátových kontraktů	32
5.1	První deriváty	32
5.2	Moderní trhy	35
6	Regulace	36
6.1	Diferenční kontrakty	36
6.2	Zákonná regulace na angloamerických trzích	38
6.3	Regulace Evropské unie	41
6.3.1	UCITS	41
6.3.2	MiFID	42
6.3.3	MiFID II/MiFIR	43
6.3.4	EMIR	45
7	Deriváty v českém právním řádu	47
7.1	Zákon o podnikání na kapitálovém trhu	47
7.2	Zákon o dohledu v oblasti kapitálového trhu	49
7.3	Zákon o cenných papírech	50
7.4	Obchodní zákoník	53
7.4.1	Opční listy	53
7.4.2	Smlouvy o derivátových kontraktech	55
7.5	Zákon o kolektivním investování	55
7.6	Devizový zákon	58
7.7	Občanský zákoník	59
7.7.1	Smlouvy o derivátových kontraktech	59
7.7.2	Deriváty podle občanského zákoníku	59
7.8	Nový občanský zákoník	63
7.8	Zákon o pojistné smlouvě	65
7.9	Zhodnocení současné právní úpravy	67
8.	Závěr	69

1 Úvod

Nejnosnějším tématem posledních let je bezesporu globální ekonomická krize, a to co se týče odborných textů i mediálního zpravodajství. Její dalekosáhlé důsledky přiměly odbornou veřejnost pít se po jejích příčinách, což vyústilo ve snahu zákonodárců přijmout přiměřená opatření, aby do budoucna zabránili výskytu obdobných nežádoucích jevů. Jako jeden z katalyzátorů krize byly takto identifikovány deriváty, a to zejména jejich specifická skupina úvěrových derivátů. Na základě tohoto zjištění administrativa prezidenta Obamy i Evropská komise navrhly regulatorní legislativní změny, které by měly derivátové trhy stabilizovat a podřídit dohledu národních i nadnárodních autorit. Tento postup je mohutně podporován stejně jako kritizován, objektivně ho lze ovšem hodnotit pouze až po zevrubném rozboru předmětu zmíněných regulací.

Deriváty, respektive derivátové kontrakty, jsou natolik komplexním fenoménem, že ačkoliv jsou předmětem četných akademických debat, pojmout celistvě jejich podstatu není zcela jednoduché. Mohou nabývat tolika rozdílných podob a funkcí, že je třeba si klást otázky, zdali je vůbec třeba je regulovat všechny en bloc a zejména pak zdali je to vzhledem k jejich složité povaze vůbec možné. Tedy zdali právní normy mohou obsáhnout předmět této regulace a jednoduše stanovit hranici mezi deriváty a jinými instrumenty. A pokud ano, v jaký výsledek tato snaha vymezit právní povahu derivátů v některých právních rádech vyústila.

Cílem této práce je ve dvou fázích na zmíněné otázky odpovědět. První část práce by měla položit teoretické základy pro pochopení podstaty derivátů, tedy zejména se věnovat jejich pojetí v odborné literatuře. Měly by tak být předloženy obecné definice, charakteristické znaky, funkce a úskalí derivátových kontraktů spolu s popisem některých jejich druhů za účelem přiblížení jejich reálného využití. Druhá část by se měla zaměřit na praktické okolnosti užívání derivátů z pohledu právní vědy, tedy na první pokusy o jejich právní vymezení, vývoj jejich regulace v mezinárodním měřítku a zejména pak jejich postavení v českém právním řádu. Právě právní povaha derivátů podle českého práva by měla být stěžejní kapitolou této práce, jelikož jednotlivé odborné publikace se buď této problematice vyhýbají, nebo na ni mají zcela rozdílné názory.

Metodikou první části bude analýza odborných teoretických textů, a to zejména ekonomických, spolu s právně nezávaznými účetními standardy, kterou bude následovat syntéza zjištěných poznatků v obecné pojmy a znaky derivátových kontraktů. Ve druhé části budou analyzovány národní i nadnárodní právní předpisy ve snaze nalézt právní normy relevantní pro předmět této práce, tedy zejména evropská nařízení, směrnice a zákony České republiky.

Práce bude rozdělena do šesti kapitol, přičemž první se zaměří na teoretické vymezení derivátů v zahraniční a české odborné literatuře. Jejím cílem bude zhodnotit existující obecné definice a porovnat je mezi sebou za účelem přiblížení základních teoretických přístupů a nalezení nejvhodnějšího pojetí derivátových kontraktů.

Druhá kapitola využije obecných poznatků kapitoly první a explicitně vytřídí obecné definiční znaky všech derivátů. Zároveň zavede jejich klasifikaci s ohledem na specifika jednotlivých skupin derivátových kontraktů, a to co se týče jejich účelu a způsobu využití.

Následující kapitola detailně popíše základní druhy derivátů, se kterými je možno se na derivátových trzích potkat, a identifikuje jejich rozdíly i společné prvky. Zároveň nastíní jejich funkci a přínos pro subjekty je užívající.

Čtvrtá kapitola představí vývoj derivátů v průběhu času a jejich přijetí veřejností i odpovědnými autoritami, na což plynule naváže kapitola pátá, která se zaměří na snahu těchto autorit derivátové trhy regulovat. Exponovanými budou americké a evropské trhy, přičemž důraz bude kladen na legislativu Evropské unie, která je pro toto odvětví finančních trhů stále více relevantní.

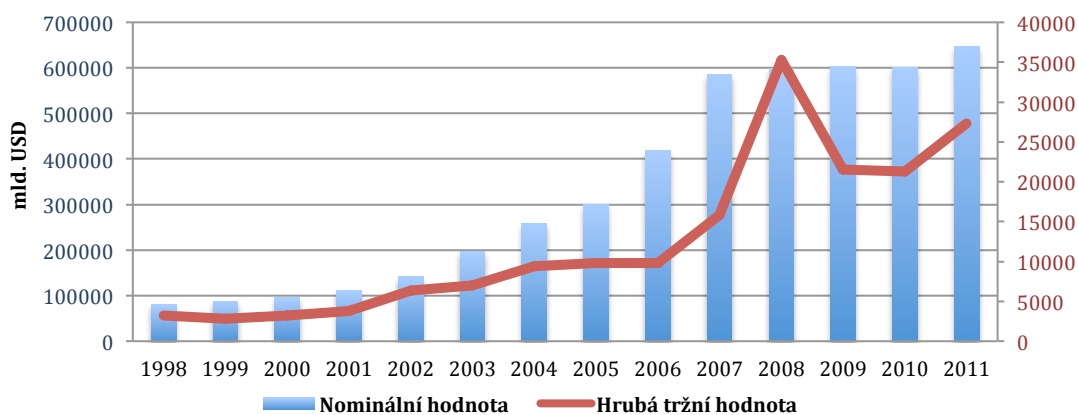
Těžištěm této práce pak bude kapitola šestá, která podrobně analyzuje výskyt derivátů v českém právním řádu. Bude studovat nejen právní předpisy, ať už v účinném či historickém znění, které se derivátům explicitně věnují, ale také ostatní předpisy, které by na ně mohly být aplikovány pro podchycení jejich obecné právní povahy.

2 Teoretické pojetí derivátů

Ve snaze postihnout pravou podstatu derivátů každý neomylně narazí na překážku, která je pro svět derivátových obchodů charakteristická. Ač nejsou derivátové kontrakty ve své nejjednodušší podobě výdobytkem technologické doby a jejich první výskyty lze datovat daleko před rozvoj mnohostranných obchodních systémů či standardizovaných burzovních institucí, v posledních dekádách jsme byli svědky takového rozmachu tohoto odvětví finančních trhů, že s ním korespondující vědy, ať už ekonomické nebo právní, nestačí držet krok.

Z praxe je zřejmé, že absence teoretického pojetí derivátů nijak nebrání jejich plynulému užívání a exponenciálnímu růstu finančních prostředků, které jsou do nich vloženy. Přiložený graf ukazuje tento vývoj ve světovém měřítku od roku 1998 do roku 2011, a to vzhledem k nominální hodnotě otevřených OTC derivátových kontraktů a jejich hrubé tržní hodnotě. Zjednodušeně řečeno demonstruje množství finančních prostředků, které jsou na ně vázány, a hodnotu, kterou představují pro strany kontraktů. Jak je vidno růst derivátových trhů byl zastaven až na pomezí let 2007 a 2008 v důsledku světové finanční krize. Do té doby se však za pouhých 10 let rozrostl v nominálních hodnotách o přibližně 700% a v hrubé tržní hodnotě o 750%.

Vývoj OTC derivátů na celosvětových trzích



Graf vývoje OTC derivátů na celosvětových trzích na základě dat BIS¹

I když přesná charakteristika derivátů není překážkou rozvoji trhu s nimi, každý rok jsou na něj vázány biliony amerických dolarů, což nevyhnutelně ústí v postupnou snahu tento trh regulovat. Aby bylo možné dosáhnout alespoň základního stupně regulace, je třeba nejdříve definovat její předmět, tedy co se derivátem rozumí a jak se odlišuje od jiných kontraktů. Tuto snahu vyvíjejí

¹ Bank for International Settlements. *Semiannual OTC derivatives statistics at end-June 2012* [online]. BIS, c2012 [cit. 15.11.2012]. Dostupný z WWW: <<http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>>.

zejména instituce sjednocující účetní standardy, jako například Rada pro mezinárodní účetní standardy (IASB), které předkládají vlastní definice pro efektivní zaúčtování nestandardních kontraktů. Danou problematikou se zabývá i právní teorie, která má za cíl připodobnit deriváty platným právem upraveným smlouvám a instrumentům, ve snaze odhalit jejich právní povahu a závaznost ustanovení těchto kontraktů. Ekonomičtí akademici k nim pak přistupují zejména s ohledem na jejich funkci, vliv na tržní prostředí a případná rizika s nimi spojená.

2.1 Deriváty v zahraniční literatuře

Je zřejmé, že v každém z výše uvedených případů je snaha definovat deriváty determinována účelem této definice, tedy že ekonomický, účetní nebo právní pohled bude vždy ovlivněn každou z předmětných vědních disciplín. Spletitost jednotlivých přístupů a zejména pak spletitost samotných derivátových kontraktů eliminuje možnost nalézt jednu všeobjímající definici, která by byla aplikovatelná na každý jednotlivý případ. To ovšem neznamená, že se o to mnozí autoři nepokusili. Pro pochopení podstaty derivátů však bude vhodnější čerpat z více různorodých zdrojů a postihnout je na základě mozaiky jednotlivých definic.

Pokud začneme zahraničními autory, můžeme citovat Roberta E. Whaleyho, profesora Torontské univerzity, který ve své knize „Derivatives: markets, valuation, and risk management“ jednoduše stanoví, že:

*„Derivátový kontrakt je dohodou o provedení **výměny k nějakému budoucímu datu**. [...] Termín „derivát“ je odvozen z faktu, že dohoda odvozuje svou hodnotu z ceny podkladového aktiva, jako je akcie, dluhopis, měna nebo komodita.“²*

Podle této definice se tedy pod derivátem rozumí smlouva. Tuto smlouvu pak strany realizují směnou předmětu smlouvy k předem stanovenému datu. V tomto pojetí by derivátem mohla být i běžná kupní nebo směnná smlouva³. Jádro definice však tkví v realizaci smluvené k budoucímu datu. Prvním definičním znakem derivátů bude tedy diskrepance mezi časem uzavření smlouvy a časem jejího plnění. Ani tento atribut však neodlišuje deriváty od kupní či směnné smlouvy, které lze uzavřít s odloženým plněním⁴.

V následujícím výkladu pak autor operuje s termínem hodnota kontraktu, která má být odvozena od ceny příkladmo vyčtených podkladových aktiv. Nejenže se nijak nezmiňuje o přímém vztahu derivátů a těchto podkladových aktiv, ale i jejich definice je značně kazuistická a o roli podkladových aktiv příliš nevyovídá.

² WHALEY, Robert E. *Derivatives: markets, valuation, and risk management*. Hoboken, N.J.: Wiley, 2006, str. 1.

³ ust. § 588 an. zákona č. 40/1964 Sb., ve znění pozdějších předpisů.

⁴ ust. § 591 zákona č. 40/1964 Sb., ve znění pozdějších předpisů.

Takto Robert E. Whaley popisuje deriváty sice velice jednoduše a kompaktně, ale nejednoznačně a nedostatečně.

Jeho kolega z Torontské univerzity, profesor John C. Hull, naproti tomu ve své monografii „Options, futures, and other derivatives“ uvádí definici poněkud obecnější:

*„Derivát může být definován jako finanční **instrument**, jehož hodnota záleží na (nebo se odvíjí od) hodnot dalších, jednodušších, **podkladových proměnných**. Velice často jsou těmito podkladovými proměnnými ceny obchodovaných aktiv.“⁵*

Zde stojí za zmínku především nahrazení smluvní podstaty derivátů termínem instrument. Jestli se jedná o zásadní rozdíl či pouze vhodnější volbu slov se dovídáme až z vymezení tohoto termínu. V české právní úpravě se s ním setkáváme například jako s investičním instrumentem, respektive nástrojem, v ustanovení § 3 zákona o podnikání na kapitálovém trhu⁶. Spíše než o definici se ale jedná o taxativní výčet, který obsahuje i opce, futures, swapy a forwardy, tedy známé deriváty, což v tomto případě vede k tautologii. Dalším zdrojem pro nás může být publikace „Finanční právo“, kde stojí:

*„V této souvislosti hovoříme o instrumentech (nástrojích) finančního trhu, kterými je třeba rozumět předměty obchodování na finančních trzích, jakési **reprezentanty ztělesňující peněžní prostředky** na finančním trhu nabízené a poptávané. [...] Poptává-li deficitní subjekt peněžní prostředky na finančním trhu, činí tak obvykle nabídkou prodeje určitého instrumentu finančního trhu.“⁷*

V tomto pojetí finanční instrument představuje shromáždění určitých finančních prostředků, které subjekty nabízejí k prodeji na finančních trzích. Deriváty se tak zařadí po boku úvěrů, bankovek⁸, akcií, dluhopisů a mnoha dalších finančních nástrojů. Z tohoto úhlu pohledu je již namístě hovořit o hodnotě instrumentu, jelikož jako předmět obchodování na finančních trzích má svou tržní cenu. Tato cena se pak může odvíjet od dalších, výše zmíněných, podkladových proměnných.

Exkurzi mezi finanční instrumenty pak uzavírá zdroj, kterým jsou obecně přijímané Mezinárodní účetní standardy (International Accounting Standards) publikované tehdejším Výborem pro mezinárodní účetní standardy (International Accounting Standards Comitee). Tento výbor byl roku 2001 nahrazen Radou pro mezinárodní účetní standardy (International Accounting Standards Board), která

⁵ HULL, John. *Options, futures, and other derivatives*. 6th ed. Upper Saddle River, N.J.: Pearson/Prentice Hall, 2006, str. 1.

⁶ zákon č. 256/2004 Sb., ve znění pozdějších předpisů.

⁷ BAKEŠ, Milan; KARFÍKOVÁ, Marie; KOTÁB, Petr; MARKOVÁ, Hana a kol. *Finanční právo*. 5. upr. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, str. 423.

⁸ *Ibid.*

pokračuje v nezávislé tvorbě jednotných standardizovaných pravidel účetnictví prostřednictvím Mezinárodních standardů účetního výkaznictví (International Financial Reporting Standards)⁹. Konkrétně se jedná o standard IAS 32, jehož definice finančních instrumentů spojuje zdánlivě nesourodé vymezení derivátů profesorů Roberta E. Whaleyho a Johna C. Hulla:

*„Finanční nástroj je jakákoliv smlouva, kterou vzniká **finanční aktivum** jedné účetní jednotky a zároveň **finanční závazek** nebo kapitálový nástroj jiné účetní jednotky.“¹⁰*

Pokud tedy John C. Hull pro svou definici užívá termínu finanční instrument, můžeme ho chápat ve dvojí podobě. Jednou jako předmět obchodovaný na finančních trzích, tedy jako předmět schopný být nositelem ceny odvozené z cen podkladových aktiv. Podruhé pak jako kontrakt zakládající závazkový vztah mezi jeho stranami, tedy mezi věřitelem a dlužníkem. Zmiňovaným finančním aktivem je pak pohledávka, finančním závazkem obligace plynoucí ze smlouvy. V tomto světle je tedy derivát kontraktem uzavřeným mezi dvěma subjekty, který je nadále obchodovatelný na základě ceny odvozené od hodnot podkladových proměnných.

Této povahy obchodovatelného kontraktu si je vědom i uznávaný profesor Londýnské univerzity Alastair Hudson, autor mnoha publikací zabývajících se právním vymezením finančních derivátů a finančním právem obecně. Ve svém článku „Dealing with derivatives“ tak uvádí, že:

*„Všechny tyto [derivátové] kontrakty jsou samy o sobě ... **schopny být obchodovány**. To znamená, že každý z těchto kontraktů může být prodán, zastaven nebo jakkoliv převeden na třetí stranu. Podstatou těchto kontraktů jako derivátových kontraktů je jejich převoditelnost, tedy jsou nositeli vlastní nezávislé hodnoty, která je dále určitým způsobem odvozena od **aktiva** – ať už olivového oleje nebo tulipánů – které je **podkladem** takových kontraktů.“¹¹*

Vedle povahy derivátu je však důležité i rozeznat povahu jeho podkladu. Zatímco Alastair Hudson užívá pojmu podkladového aktiva, Johna C. Hulla odvozuje hodnotu derivátu od hodnot podkladových proměnných. Rada pro

⁹ IFRS. *About the IFRS Foundation and the IASB* [online]. IFRS Foundation, c2012 [cit. 15.11.2012]. Dostupný z WWW: <<http://www.ifrs.org/The-organisation/Pages/IFRS-Foundation-and-the-IASB.aspx>>.

¹⁰ International Accounting Standards Committee. *IAS 32*. čl. 11 [online]. European Commission, c2011 [cit. 10.11.2012]. Dostupný z WWW: <http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/ias/standards_en.htm>.

¹¹ HUDSON, Alastair. *Dealing with Derivatives* [online]. Professor Alastair Hudson, c2005 [cit. 10.11.2012], str. 6. Dostupný z WWW: <<http://www.alastairhudson.com/financelaw/derivativeslawcourse.pdf>>.

mezinárodní účetní standardy ve spolupráci s americkou Radou pro finanční účetní standardy (US Financial Accounting Standards Board) definují aktivum takto:

„Aktivem subjektu je současný ekonomický prostředek, ke kterému má subjekt právo nebo jiný vztah, které ostatní subjekty nemají.“¹²

Ekonomickým prostředkem se zde rozumí cokoli, co je schopno produkovat budoucí peněžní toky, ať už je v držení subjektu či přislíbený smlouvou. Tento prostředek pak musí být schopen být předmětem právních vztahů a musí být omezený ve svém užívání proti ostatním subjektům¹³. Podkladovým aktivem tak budou například komodity, akcie, dluhopisy nebo devizy. Naproti tomu podkladovou proměnnou může být vedle těchto aktiv jakákoliv veličina, jejíž hodnota je proměnlivá v čase. V praxi se tak můžeme setkat s velice exotickými deriváty, jako jsou deriváty na počasí, přesněji na průměrné denní teploty na vymezeném území, nebo zcela běžnými deriváty na akciové indexy. Hodnota podkladové proměnné je tak jako určovatel ceny derivátu mnohem vhodnějším konceptem nežli cena podkladového aktiva a ji užívající definice tedy bližší podstatě komplexního spektra derivátových kontraktů.

Od výše citovaných autorů se mírně odlišuje Mark Rubinstein, profesor Californské univerzity v Berkeley, přední finanční ekonom, který v tomto oboru přispěl desítkami publikací. Podle něj je derivát:

„[...] kontraktem mezi dvěma stranami, který určuje podmínky – zejména datum a výsledné hodnoty podkladových proměnných – na jejichž základě jsou mezi těmito stranami prováděny platby, či spíše výplaty.“¹⁴

Mark Rubinstein tak zavádí do výkladu derivátů nový prvek, kterým jsou finanční toky mezi subjekty. Derivát jako finanční instrument tedy nemá pouze svou vnitřní hodnotu odvozenou od hodnoty podkladové proměnné, která je určující pro případný následný prodej či jiný převod, ale je také podkladem pro peněžní toky, ke kterým může docházet již v době trvání kontraktu. Tento koncept je pak klíčový pro futures, jeden ze základních druhů derivátů, kterému se budeme blíže věnovat později, u kterých dochází na denní bázi k vyplácení zisku a ztrát na základě měnící se hodnoty derivátového kontraktu, aniž by došlo ke změně jeho držitele.

Poslední z citovaných zahraničních autorů budou Phelim Boyle a Feidhlim Boyle, držitel titulu PhD z aplikované fyziky a zkušený portfolio manažer, kteří ve své publikaci „Derivatives: The Tools That Changed Finance“ jednoduše stanoví:

¹² FASB. *Conceptual Framework-Elements and Recognition* [online]. FASB, c2012 [cit. 15.11.2012]. Dostupný z WWW: <http://www.fasb.org/project/cf_phase-b.shtml>.

¹³ *Ibid.*

¹⁴ RUBINSTEIN, Mark. *Rubinstein on derivatives: futures, options and dynamic strategies*. Reprint. London: Risk Books, 1999, str. 1.

„Deriváty jsou nástrojem k přesunu rizika.“¹⁵

Pod tímto tvrzením je třeba chápat deriváty jako kontrakty, kterými se subjekt například zajišťuje proti pohybu tržní ceny podkladového aktiva. Jedná se o zcela odlišný přístup vymezení derivátů oproti všem dosud zmíněným, jeho podstatou je ale spíše vystižení funkce nežli přesná definice. Blíže se tématu přesunu rizika, zajištění a spekulaci budeme věnovat v následujících kapitolách.

2.2 Deriváty v české literatuře

České zdroje jsou v oblasti derivátových kontraktů značně omezené. Ač trh s deriváty na sebe v České republice váže značné množství finančních prostředků, podle dat poskytovaných Českou národní bankou měl pouze zdejší bankovní sektor otevřené pozice v derivátových kontraktech ke konci roku 2011 ve výši 5,8 bil. Kč v nominálních hodnotách¹⁶, pro akademickou obec se nejedná o dostatečně nosné téma.

Najdou se však výjimky, mezi něž patří zejména učebnice, skripta a několik odborných publikací. Pod vlivem dostatečně rozsáhlé zahraniční ekonomické či právní literatury se ale nevydávají cestou snah o nalezení optimální obecné definice, jako se spíše věnují praktickým atributům derivátových kontraktů. Doc. Ing. Zdeněk Sojka tak například ve svých skriptech „Komoditní a finanční deriváty“ uvádí:

„Kontrakty na dodání zboží v budoucnu, které jsou samy předmětem obchodu, se nazývají deriváty, protože jsou odvozeny – derivovány od jiného aktiva (v našem případě obilí).“¹⁷

Tato jednoduchá definice shrnuje nejen specifickou podstatu derivátů, tedy obchodovatelného kontraktu, ale také nastiňuje spojitost mezi hodnotou derivátu a jeho podkladovým aktivem. Ve zmíněném příkladu ilustruje historické kontrakty na dodání obilovin, které byly uzavírání půl roku před skutečným dodáním předmětu smlouvy. V těchto smlouvách pak bylo stanoveno množství, cena, kvalita a termín dodání zboží¹⁸. V průběhu trvání této smlouvy docházelo ke značným výkyvům cen obilovin, což mělo vliv na výhodnost či nevýhodnost takto uzavřené smlouvy. Obilí jako komodita tedy bylo podkladovým aktivem těchto kontraktů, od

¹⁵ BOYLE, Phelim; BOYLE, Feidhlim. *Derivatives: the tools that changed finance*. London: Risk Books, 2001, str. 1.

¹⁶ ČNB. *Rozvaha bankovního sektoru* [online]. ČNB, c2003-2012 [cit. 15.11.2012]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/souhrnne_informace_fin_trhy/zakladni_ukazatele_fin_trhu/banky/bs_ukazatele_tab03.html>.

¹⁷ SOJKA, Zdeněk. *Komoditní a finanční deriváty: úvod do problematiky*. Vyd. 1. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2006, str. 5.

¹⁸ *Ibid.*

něhož se odvíjela jejich hodnota. Důležitým bodem je pak fakt, že vztah mezi derivátovým kontraktem a podkladovým aktivem nebyl fiktivní, jakkoliv arbitrárně nastavený, ale že podkladové aktivum bylo právě předmětem derivátového kontraktu. Výše zmíněné definice v zahraniční literatuře obsažené sice staví na vztahu hodnoty derivátu a hodnoty jeho podkladového aktiva, tuto explicitní kauzalitu však opomíjejí.

Zcela ojedinělý přístup k povaze derivátů má pak prof. Ing. Josef Jílek, který ve své monografii „Finanční a komoditní deriváty“ stanoví, že:

„[...] deriváty jsou právně i ekonomicky součástí hazardních her (gambling, gaming). Avšak z pohledu rizik tradiční deriváty jsou nástroji řízení tržního rizika.“¹⁹

Jedná se o pojetí mírně kontroverzní, zejména s ohledem na právní závaznost takových kontraktů podle českého právního řádu. Nicméně má své pevné základy. Pokud strany uzavírají derivátový kontrakt v současnosti s ustanovením fixní ceny a k plnění kontraktu má dojít až k budoucímu datu, nutně se vystavují riziku, že smluvená cena nebude korespondovat s tržní cenou podkladového aktiva k ustanovenému budoucímu datu. Strany sázejí na nejistou budoucnost, což by se dalo připodobnit povaze hazardních her. Tento přístup navíc koresponduje s deriváty jako nástrojem přesunu rizika podle Phelima a Feidhlim Boyla.

¹⁹ JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada, 2002, str. 17.

3 Pojmové znaky derivátů a jejich členění

V následujícím výkladu budou shrnuty charakteristické znaky, které by měl splňovat každý kontrakt, abychom ho mohli označit za derivátový, dále jejich členění a využití na světových trzích.

3.1 Definiční znaky

S ohledem na definiční znaky derivátů jsou hodnotným zdrojem Mezinárodní účetní standardy. Účetní standardy nemají za cíl nabídnout obecnou ekonomickou nebo právní definici, jako spíše vypovídat o významu derivátů pro finanční pozice bank, které je mají ve svém portfoliu, pro jejich výkonnost a peněžní toky²⁰. Standard IAS 39 tak stanoví:

„Derivát je finanční nástroj nebo jiná smlouva spadající do působnosti tohoto standardu (viz odstavce 2–7) vyznačující se těmito třemi znaky:

- a) jeho hodnota se mění v závislosti na změně úrokové míry, ceny finančního nástroje, ceny komodity, měnového kurzu, cenového nebo úrokového indexu, úvěrového ratingu či úvěrového indexu nebo jiné proměnné (tzv. „podkladová proměnná“). Pokud tato proměnná nemá finanční charakter, nesmí být specifická pro některou ze smluvních stran,*
- b) nevyžaduje žádnou počáteční investici nebo vyžaduje počáteční investici nižší, než jaká by byla požadována u ostatních typů smluv, u kterých by bylo možné očekávat podobnou reakci na změny tržních podmínek, a*
- c) bude vypořádán v budoucnosti.”²¹*

3.1.1 Podkladová proměnná

Prvním definičním znakem je tedy již mnohokrát zmiňovaná hodnota derivátu odvozená od podkladové proměnné, přesněji od hodnoty této proměnné. Touto může být komodita, volně obchodovatelná měna, jiný finanční nástroj, nebo libovolný index, tedy proměnná dále ovlivňována jinými objektivními skutečnostmi, jako je například stav akciových trhů.

Doplňující výklad pak poskytují České účetní standardy, respektive Český účetní standard pro finanční instituce č. 110²², který vychází ze standardu IAS 39,

²⁰ DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. Vyd. 2. Praha: Oeconomica, 2008. str. 27.

²¹ International Accounting Standards Committee. *IAS 39*. čl. 9 [online]. European Commission, c2011 [cit. 10.11.2012]. Dostupný z WWW: <http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/ias/standards_en.htm>.

ve své podstatě se od něj příliš neodlišuje, nabízí však ustanovení o jednotlivých druzích derivátů. Ve světle čl. 6 Českého účetního standardu č. 110 můžeme dělit deriváty podle podkladových proměnných na deriváty:

- úrokové
- měnové
- akciové
- komoditní
- úvěrové

Toto členění se netýká pouze v základu derivátů ležících proměnných, ale také rizik, proti kterým se lze derivátem zajistit, tedy rizik, které ovlivňují jeho hodnotu. V základě úrokového derivátu tedy leží úrokový instrument, ovlivňovaný vývojem tržních úrokových sazeb²³, přičemž uzavřením derivátového kontraktu se může subjekt zajistit proti riziku změny této tržní hodnoty. Stejně tak podkladovým aktivem akciových a komoditních derivátů jsou akciové a komoditní instrumenty, tedy instrumenty, jejichž cena se v čase vyvíjí a derivátový kontrakt umožňuje stanovení fixní ceny, za kterou subjekt k budoucímu datu tyto instrumenty nabyde.

Důležité pro členění úrokových, akciových a komoditních derivátů je fakt, že jsou všechny uzavřeny v jediné měně²⁴. Tedy že hodnota těchto derivátů není ovlivněna rizikem změny směnného kurzu, tedy změn cen jednotlivých měn ve vztahu k měnám jiným. Proti tomuto riziku se pak lze zajistit měnových derivátem, či dokonce kombinací měnového derivátu s jinými deriváty. Strany takto uzavírají například kontrakt na budoucí směnu dvou různých měn s předem stanoveným směnným kurzem, či kontrakty značně komplexnější, vždy však v rozdílných měnách.

Stejně tak výše zmíněné deriváty nejsou vázány na úvěrové riziko. To představuje riziko snížení bonity libovolného subjektu. Tato podkladová proměnná tedy není schopna být nositelem ceny či jiné hodnoty, jako je spíše určitou objektivní skutečností, která může s určitou pravděpodobností nastat.

Toto dělení derivátů podle v základu ležících instrumentů a odpovídajících rizik však není taxativní a existují další reálná rizika, proti kterým se lze prostřednictvím derivátů zajistit.

²² Ministerstvo financí ČR. *Český účetní standard pro finanční instituce č. 110*. Finanční zpravodaj. 2004, roč. 38, č. 12/2, str. 285-189.

²³ DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. Vyd. 2. Praha: Oeconomica, 2008, str. 34

²⁴ JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada, 2002, str. 62

3.1.2 Počáteční investice

Druhým bodem v definici derivátů podle standardu IAS 39 je nový prvek, dosud nezmíněný, kterým je žádná nebo minimální počáteční investice. S tímto je spojena jedna signifikantní vlastnost derivátových kontraktů, odlišující je od jiných finančních instrumentů, kterou je pákový efekt. Pokud se subjekt rozhodne nakoupit například akcie s vidinou dosažení zisku, je povinen splatit plnou tržní cenu, aby je mohl zařadit do svého portfolia. To ovšem vyžaduje značnou počáteční investici. Případný zisk nebo ztráta odvozená z držení tohoto cenného papíru se pak obvykle pohybuje v jednotkách nebo desítkách procent počáteční investice, tedy zlomku vynaložených prostředků.

Pokud však subjekt místo toho uzavře derivátový kontrakt, jehož podkladem by byla totožná akcie, v čase uzavření smlouvy nemusí vynaložit žádné nebo alespoň značně nižší finanční prostředky. Akciový derivát sice stanoví cenu, za kterou bude v budoucnu akcie nakoupena, ale právě a pouze až k tomuto budoucímu datu. Tento případ ilustruje vztah derivátu k jinému typu smluv, „u kterých by bylo možné očekávat podobnou reakci na změny tržních podmínek“, jak je uvedeno pod písmenem b) definice derivátu citovaného standardu.

Náklady uzavření kontraktu jsou tedy téměř nulové, případně dosahují výše opční prémie, kterou je kupující povinen poskytnout prodávajícímu za získání práva k využití opce²⁵. Zisk a ztráta determinované pohybem tržní ceny či hodnoty podkladové proměnné jsou pak mnohonásobné v poměru k prostředkům vynaloženým na uzavření kontraktu.

3.1.3 Vypořádání v budoucnu

Třetím atributem derivátů je vypořádání smlouvy v budoucnu. Časový rozdíl mezi uzavřením a realizací kontraktu je kruciólní pro naplnění jeho účelu. Pokud by tento časový nesoulad nebyl přítomen, jednalo by se o pouhý spotový obchod, tedy obchod s okamžitým plněním. Termínový obchod naproti tomu dává prostor ke změně hodnoty kontraktu v průběhu času. V čase jeho uzavření se podmínky na trhu můžou zásadně lišit od podmínek ke smluvenému budoucímu datu.

Ač vypořádání v budoucnu odlišuje deriváty od jiných druhů smluv, je složité přesně stanovit, kde je mezi nimi položena hranice. Například Burza cenných papírů Praha ve svém parametrech obchodování²⁶ uvádí jako standard spotových obchodů vypořádání v čase T+3, tedy do tří dnů od uzavření obchodu.

²⁵ více o opcích v kapitole 4.4

²⁶ Burza cenných papírů Praha. *Parametry obchodování* [online]. BCPP, c2009 [cit. 20.11.2012]. Dostupný z WWW: <http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Parametry_obchodovani.pdf>.

Zároveň ale stanoví, že obecně může docházet k vypořádání v rozsahu T+0 až T+15. Tento fakt však není nijak určující pro stanovení obecné lhůty k vypořádání spotových obchodů, která se v jednotlivých případech může značně lišit. Obecně by však bylo možno stanovit, že tato lhůta je odvislá od času nutného k technickému vypořádání obchodu²⁷, tedy času nutného k doručení zboží nebo provedení platby. Derivátový kontrakt je pak realizován v čase, který není determinován technickými okolnostmi obchodu, a časový nesoulad je určen z vůle jeho stran.

Jak bude přiblíženo v kapitole 4, která analyzuje jednotlivé typy derivátů, jejich vypořádání může mít dvojí podobu, a to fyzickou či finanční. Fyzickým vypořádáním dochází ke skutečnému dodání podkladového aktiva kupujícímu, který za něj zaplatí smlouvenou kupní cenu. Naproti tomu u finančního vypořádání plynou z derivátů pouze peněžní závazky, tedy konkrétně povinnost zaplatit částku odvislou od rozdílu smlouvené a aktuální hodnoty podkladové proměnné.

3.2 Práva a povinnosti

Prostředek k dalšímu dělení nám opět nabízejí ustanovení Českého účetního standardu č. 110. Podle čl. 3 a čl. 4 se deriváty dělí na pevné a opční kontrakty. Pevnými jsou pak forwardy, futures a swapy. Pevné jsou z toho důvodu, že oběma jeho stranám z nich plyne povinnost dostát svým závazkům. Naproti tomu opční kontrakty, z anglického option, umožňují jedné ze stran derivátového kontraktu nevyužít, pokud to pro ni není výhodné. Strany kontraktu jsou tak v nerovném postavení, kdy jedné přísluší právo požadovat po druhé plnění, zatímco tato má odpovídající povinnost plnit.

3.3 Účel obchodování

S ohledem na motivaci, se kterou se subjekty stávají stranami derivátových kontraktů, se vyčleňují dvě, respektive tři samostatné skupiny. Jsou jimi zajištění a obchodování²⁸, respektive zajištění, spekulace a arbitráž.

3.3.1 Zajištění a spekulace

O zajištění jsme se zmiňovali již v souvislosti s rizikem, ke kterému jsou deriváty vázány. Prostřednictvím derivátového kontraktu, kterým se ke dni uzavření smlouvy stanovuje fixní cena nebo hodnota, má subjekt možnost zajistit se proti jejím následujícím výkyvům. Pokud je tento averzní vůči tržnímu,

²⁷ DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. Vyd. 2. Praha: Oeconomica, 2008, str. 19.

²⁸ Ministerstvo financí ČR. *Český účetní standard pro finanční instituce č. 110*. čl. 5. Finanční zpravodaj. 2004, roč. 38, č. 12/2, str. 285-189.

úrokovému, měnovému nebo úvěrovému riziku, může toto riziko převést na kontrahenta, který ho je ochoten nést. Pokud je totiž cena nebo hodnota podkladového aktiva sjednána před časem vypořádání, její následující vývoj již nemá na zajišťující subjekt žádný vliv. Takto se úspěšně vyvaruje riziku spojenému s jeho aktuální pozicí, čímž se zbaví nebezpečí nepříznivého vývoje hodnoty podkladové proměnné, ale samozřejmě i příznivého, který by mohl být ziskový.

Zmiňovaná pozice subjektu je určující pro odhalení motivace k uzavření derivátového kontraktu. Pozice existuje dlouhá, krátká, otevřená a uzavřená. V dlouhé pozici se nachází subjekt, který vlastní určité aktivum nebo je oprávněn k dodání tohoto aktiva v budoucnu. V krátké pozici je naopak tehdy, pokud má závazek toto aktivum dodat. Z obou pozic plyne riziko, že se v průběhu času cena předmětného aktiva vyvine v jeho neprospěch. V dlouhé pozici může cena klesnout, čímž se sníží hodnota aktiva, které vlastní nebo k jehož nabytí je oprávněn. V krátké pozici může cena naopak stoupnout, tedy snížit hodnotu kontraktu, na jehož základě se zavázal aktivum dodat. V obou případech se nachází v otevřené pozici, tedy v pozici, kdy je riziku vystaven. Pokud toto riziko odmítá nést, může svou pozici uzavřít. Oproti své dlouhé pozici může vstoupit do odpovídající pozice krátké, tedy uzavřít derivátový kontrakt na prodej aktiva, které vlastní nebo které v budoucnu bude vlastnit, za předem stanovanou cenu. Obdobně krátkou pozici uzavře derivátem na nákup aktiva, které se zavázal dodat. Obecně řečeno je tedy zajištěn tehdy, pokud se jeho dlouhé pozice rovnají krátkým.

Pro některý subjekt však expozice vůči riziku může být žádoucí. Takový dobrovolně otevře svou pozici či v této pozici setrvá za účelem dosažení zisku. Spekuluje tedy na příznivý vývoj ceny aktiva, čímž se samozřejmě zároveň vystavuje možnosti vývoje, který neočekává. Pokud spekuluje na růst ceny, vstoupí do dlouhé pozice, jejíž hodnota se za pozitivního vývoje zvýší. Pokud naopak spekuluje na pokles ceny, vstoupí do krátké pozice, zaváže se k dodání aktiva, které v čase vypořádání nakoupí na promptních trzích levněji a dodá za smluvenou vyšší cenu kontrahentovi, kterému se zavázal. Pro spekulanty je tedy charakteristické, že jejich dlouhé pozice se nerovnají krátkým²⁹.

3.3.3 Arbitráž

Nelze však opomenout třetí stěžejní motiv, který může vést k uzavírání termínových kontraktů. Subjekty s vidinou dosažení zisku nemusejí podstupovat riziko spojené se spekulací, aby ho mohli dosáhnout. Světový trh s deriváty je natolik komplexním fenoménem, že jeho jednotlivé segmenty se z důvodu rozdílné likvidity či jiných faktorů mohou lišit ve stanovených tržních cenách. Arbitrážér

²⁹ JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada, 2002, str. 58.

tak vychází z těchto nerovností jednotlivých trhů a využívá rozdílných cen instrumentů za účelem dosažení bezrizikového zisku. Tato činnost pak v obecném měřítku napomáhá k tvorbě jednotných cen na světovém trhu s deriváty.

Zmíněné nerovnosti se mohou vyskytovat teritoriálně, tedy na jednotlivých místních trzích, nebo časově, tedy v důsledku nesouladu cen derivátů a jejich podkladových instrumentů na spotových trzích. Vedle arbitrážérů pak bezrizikového zisku na derivátových trzích dosahují tvůrci trhu. Tito svou obchodní činností přinášejí na trh likviditu, za což jsou ohodnoceni poplatky vybíranými od běžných obchodníků, případně využívají rozpětí mezi nabídkou a poptávkou obchodovaných derivátů.

3.4 Způsob obchodování

Obchodování s deriváty prošlo v průběhu času značnými změnami, směrem od osobně sjednávaných kontraktů k plné digitalizaci jejich uzavírání. Na počátku byli farmáři, kteří si chtěli zajistit odbyt pro své produkty, či spekulovat na kvalitu následující úrody, dnes jsou prostřednictvím elektronických systémů instantně obchodovány deriváty na deriváty či na indexy odvozené od dalších tržních proměnných.

3.4.1 OTC deriváty

Podle způsobu uzavření derivátových kontraktů a jejich následného prodeje se vyvinuly dva trhy, a to burzovní a mimoburzovní, a jim odpovídající skupiny derivátů. Mimoburzovní deriváty, označované OTC (over-the-counter) deriváty, jsou historicky staršími. Mají podobu původních termínových kontraktů, kdy se strany pro každý jednotlivý případ dohodnou na jeho podmínkách, tedy na druhu podkladového aktiva, jeho množství a času vypořádání.

Dnes však licitace probíhá čistě skrze telefonická či počítačová rozhraní, při kterých se strany osobně nesetkávají. Ať už se jedná o smlouvy mezi finančními institucemi nebo mezi těmito institucemi a jejich klienty, nemusí mít žádnou předem stanovenou podobu a lze je uzavřít se zcela libovolnými podmínkami určenými stranami. Mezi nimi pak obecně nevystupuje žádný prostředník, který by ručil za jejich závazky, tedy jsou plně vystavovány úvěrovému riziku, pokud jedna ze stran svým závazkům nedostojí.

3.4.2 Burzovní deriváty

Postupem času se vyčlenily určité druhy často obchodovaných derivátů, jejichž ustanovení byla přijatelná po značném množství obchodníků, začaly být

obchodovány na derivátových burzách a svedly tak poptávku a nabídku na jedno místo. Jejich předností je pak právě vysoký počet obchodujících subjektů, což burzovním obchodům přináší výhodu vysoké likvidity. Za tímto účelem jsou burzovní deriváty značně standardizovány, ať už v druhu, množství nebo datu dodání podkladového aktiva, což zvyšuje pravděpodobnost nalezení vhodného kontrahenta.

Zprvu byly na burze obchody sjednávány fyzicky, osobním setkáváním obchodníků za použití gest a hlasitého překřikování³⁰. Individuální sjednávání smluv však bylo postupně vytlačeno elektronickými systémy, jejichž prostřednictvím je možno jednoduše umisťovat poptávky a nabídky, které jsou následně systémem automaticky spárovány. Kromě koncentrace obchodujících subjektů na jednom místě mají burzovní obchody nepopiratelnou výhodu v tom, že burza na základě nasbíraných dat publikuje aktuální tržní hodnotu jednotlivých obchodovaných instrumentů. Subjekty tak mají možnost opřít svá očekávání od aktuální situace na trhu.

3.4.3 Clearingové domy

S obchody s deriváty je pak spojena jedna důležitá instituce, kterou je clearingový dům. Tento může vystupovat jako prostředník mezi stranami kontraktu a minimalizovat či zcela eliminovat úvěrové riziko. Pokud se strany rozhodnou využít jeho služeb, poskytnou na jeho účet finanční zálohy, takzvané marže. Z těchto marží jsou pak průběžně vypláceny částky odpovídající závazkům, které strany vůči sobě mají. Clearingový dům na sebe zároveň přebírá nebezpečí, že by jedna ze stran nebyla schopna svým závazkům dostát, kdy případnou ztrátu uhradí ze svého garančního fondu.

Častým omylem je pak názor, že clearingové domy jsou využívány pouze u burzovních obchodů. Je sice pravda, že každá burza má obvykle vlastní clearingový dům, skrze který jsou obchody realizovány, to však nijak nebrání tomu, aby této služby využili i strany OTC derivátů. Obchodování na burze je tedy s ohledem na úvěrové riziko bezpečnější, mimoburzovní obchody se této kvalitě však po dohodě stran mohou vyrovnat.

³⁰ takzvaný open outcry systém - HULL, John. *Options, futures, and other derivatives*. 6th ed. Upper Saddle River, N.J.: Pearson/Prentice Hall, 2006, str. 2.

4 Vybrané druhy derivátů

Po rozdělení derivátů do skupin podle relevantních kritérií, ke kterému došlo v předchozí kapitole, se tato bude věnovat jednotlivým základním typům derivátových kontraktů. Jedná se o forwardy, futures, swapy, opce a specifickou skupinu úvěrových derivátů.

4.1 Forwardy

První z derivátů, kterému se budeme blíže věnovat, je forward. Mezi ostatními deriváty vyniká zejména svou jednoduchostí, což z něj dělá ideálního kandidáta v rámci odkrývání podstaty ostatních typů derivátů, které v průběhu času dosáhly mnohem složitějších a komplexnějších forem.

V základní podobě je forwardový kontrakt dohodou o nákupu určitého podkladového aktiva za danou cenou v předem definovaném čase³¹. Již samotný název napovídá, že forward se od běžného kontraktu o nákupu či prodeji liší časem realizace smlouvy, jak je to charakteristické pro všechny deriváty. Oproti takovému běžnému kontraktu je prodleva mezi jeho uzavřením a realizací však čistě účelová. Strany forwardového kontraktu se v době uzavření smlouvy dohodnou na ceně, za kterou obchod v budoucnu proběhne, a to bez ohledu na tržní cenu podkladového aktiva ke stanovenému budoucímu datu. Forward je charakteristickým OTC derivátem, tedy derivátem, která není obchodován na burzách. Díky tomu nemusí být nikterak standardizován a jeho podoba a náležitosti kontraktu vyplývají čistě z dohody stran. Nemusí být tedy ani vypořádán k žádnému obecně stanovenému datu, ale po uplynutí libovolně smluvené doby od jeho uzavření, určené obvykle v měsících.

Obě strany se forwardem zavazují k plnění kontraktu, jehož ziskovost či ztrátovost se projeví až v den realizace. Subjekty ustanovením pro ně akceptovatelné ceny předem buď eliminují tržní riziko spojené s pohybem tržní ceny, nebo naopak spekulují na její příznivý vývoj vzhledem k fixní ceně. Rozdíl tkví v tom, v jaké situaci subjekt forwardový kontrakt uzavírá. Pokud se nachází v otevřené pozici, forwardový kontrakt mu umožní riziko snížit či zcela eliminovat. Pokud forwardem svou pozici neuzavírá, ale naopak otevírá, spekuluje na pohyb tržní ceny a riziku se vystavuje za účelem dosažení zisku.

Prakticky si tyto situace můžeme ukázat na dvou případech. V prvním je subjekt disponentem nějakého aktiva. Pro jednoduchou konkretizaci se jedná například o pěstitele kukuřice. Tento pěstitel se obává budoucího vývoje cen kukuřice, je pravděpodobně averzní k riziku a výnos ze své budoucí úrody si chce

³¹ DURBIN, Michael. *All about derivatives*. Fully rev. 2nd ed. New York: McGraw-Hill, 2010, str. 13.

pojistit. Uzavře proto forward na prodej komodity a uváže se ke smluvní ceně, která mu v době sklizně zajistí jistý výnos. Ať už bude následný vývoj tržní ceny jakýkoliv, pěstitel má svoji jistotu, že stanovené množství kukuřice k určitému budoucímu datu prodá za danou cenu. Pokud tržní cena komodity klesne, pěstitel na forwardu vydělá, zatímco pokud cena stoupne, nemá možnost tohoto nárůstu využít a prodá tedy pod tržní cenou. Jeho cílem však bylo zejména zajistit svá aktiva, čehož uzavřením kontraktu dosáhl.

Ve druhém případě naproti němu stojí subjekt, který sám držitelem komodity není, a spekuluje na nárůst ceny. Otevře tedy svou pozici a uzavře forward na nákup kukuřice za smlouvenou cenu. Pokud následně dojde k nárůstu tržní ceny, kupující subjekt dosáhne zisku ve výši rozdílu smlouvené ceny a ceny, za kterou se kukuřice prodává na spotovém trhu. Pokud však tržní cena naopak klesne, bude ve ztrátě, jelikož nemá možnost pro smlouvené množství kukuřice využít spotové ceny. Tento subjekt tedy namísto zajištění svých aktiv využívá možnosti převzetí rizika svého kontrahenta s vidinou profitability forwardového kontraktu.

Podstata a problematická právní úprava této smlouvy a její vymahatelnosti bude tématem kapitoly 7, prakticky by však měly být obě strany povinny plnit závazky z ní plynoucí. Není zde tedy možnost nedodržet povinnost prodeje či nákupu podkladového aktiva, jako je tomu v případě níže zmíněných opcí, ať už bude budoucí vývoj tržní ceny jakkoliv nevýhodný pro jakoukoliv ze smluvních stran. Ani právní závaznost však nemůže vyloučit situaci, kdy jedna ze stran nesplní svou obligaci například v důsledku nedostatečné výše finančních prostředků. Tomuto úvěrovému riziku nemohou strany v základním forwardovém kontraktu předejít, ledaže by využili akcesorických zajišťovacích nástrojů, například zástavního práva.

V uvedeném případě jsme se pro zjednodušení věnovali kukuřici jako podkladovému aktivu, tedy komoditě. Forwardové kontrakty však nejsou omezeny pouze na prodej zboží. I když jejich původ a prvotní účel byl právě v zajištění cen zemědělských produktů, v současné době je lze uzavřít na základě různých podkladových aktiv, mezi která patří cenné papíry, devizy nebo úroková míra.

Právě forward na úrokovou míru je natolik běžným kontraktem, že dal vzniknout samotnému označení skupiny forwardů FRA – forward rate agreement. Jak plyne z názvu, FRA je smlouvu o ustanovení budoucí úrokové míry. Tento kontrakt uzavře subjekt za účelem zafixování úrokové míry týkající se v budoucnu zapůjčených finančních prostředků od kontrahenta. I když se zdá, že FRA se svou abstraktností příliš vzdálil konceptu běžného forwardu, není tomu ve skutečnosti tak. Stejně jako v případě prodeje kukuřice se jedná o prodej určitého množství peněz budoucímu dlužníkovi za předem stanovenou cenu, tedy v tomto případě za předem stanovenou úrokovou sazbu, která v průběhu trvání kontraktu nebude

náchylná na změny nominálních úrokových sazeb na světových trzích. V praxi však obvykle na základě FRA nedochází ke skutečnému poskytnutí úvěru s pevnou úrokovou sazbou, nýbrž k pouhému vyrovnání rozdílu mezi touto pevnou a tržní sazbou, kterou by byl příjemce úvěru povinen splácet v čase vypořádání kontraktu.

Dalším velice rozšířeným forwardem jsou kontrakty na již zmíněné zahraniční měny. Jimi se subjekt zajišťuje proti změně směnných kurzů, čímž je například schopen udržet si stabilní výnos při exportu zboží do zahraničí, pokud není ochoten podstupovat riziko spojené s pohyby na devizových trzích. Uzavře tedy měnový forward, v tomto případě FX forward – forward-exchange forward, na nákup nebo prodej určitého množství měny za předem stanovenou cenu, tedy za určité množství jiné měny. Tato měna jako podkladové aktivum ovšem opět nemusí být dodána a strany kontraktu po vzájemné dohodě mohou dostat svým závazkům vyplacením rozdílu mezi smluveným a aktuálním směnným kurzem.

4.2 Futures

Po rozkrytí funkcionality forwardového kontraktu se můžeme přesunout k výkladu derivátu o něco složitějšímu, ve své podstatě však téměř totožnému. Futures stejně jako forward slouží k budoucímu nákupu či prodeji určitého množství podkladového aktiva za smluvenou cenu, či k vyplacení rozdílu mezi touto cenou a cenou tržní. Smluvní cena je však v tomto případě mírně matoucím pojmem, jelikož na rozdíl od forwardu, který je OTC derivátem a k jeho uzavření dochází obvykle smlouváním mezi budoucími stranami kontraktu, futures se obchodují pouze na burze. Subjekt prodávající podkladové aktivum tedy není v přímé interakci se subjektem aktivum nakupujícím, ale protistranou každého z nich je sama burza, respektive její clearingový dům.

Z podstaty burzovního obchodu vyplývá, že subjekty cenu spíše přijímají podle aktuálního stavu na burze, nežli by ji samy určovaly po vzájemné dohodě. Každý z nich sice učiní nabídku, která je burzovním systémem zpracována, jakmile se však objeví odpovídající poptávka, tento systém příkazy bez dalšího automaticky spáruje. Obchodníci tak vůči sobě zůstávají zcela anonymní, což je jedním ze signifikantních znaků futures. Prakticky pak nepodávají své nabídky osobně, ale prostřednictvím členů burzy, kteří jejich příkazy zpracovávají.

Absence přímého kontaktu znemožňující licitaci je však vyvážena existencí třetí strany, která eliminuje úvěrové riziko spojené s forwardy. Subjekty jsou totiž při uzavření kontraktu povinny clearingovému domu burzy poskytnout marži, která slouží k uspokojení té strany, která na jeho základě dosáhne zisku. K tomuto vyúčtování zisků a ztrát dochází na konci každého obchodního dne, tedy i závazky stran jsou plněny každý jednotlivý den. Výše marže pak odpovídá teoretické ztrátě, které mohou subjekty během jednoho dne dosáhnout, a jsou povinny ji k začátku

dalšího obchodního dne doplnit do původní výše. I kdyby však k tomuto doplnění nedošlo, rozdíl mezi smluvní cenou a spotovou cenou vyplatí ziskovému subjektu sama burza. Takto je vyloučeno riziko spojené se solventností obchodníků a tím samozřejmě zvýšena lukrativnost futures obchodů.

Jak již bylo zmíněno v kapitole 3.4.2, aby bylo možno na burze obchodovat přehledně a s dostatečným počtem subjektů, muselo dojít ke standardizaci těchto obchodů. Futures jsou tedy na rozdíl od forwardů předdefinovanými kontrakty, jejichž variabilita je burzou značně omezena, ale které na druhé straně zajišťují trhu dostatečnou likviditu. Pro každý jednotlivý futures je tedy zajištěn dostatečný počet poptávajících i nabízejících subjektů, což umožňuje snadnější nalezení kontrahenta a uzavření kontraktu s minimální odchylkou od teoretické vnitřní hodnoty derivátu. Čím je totiž likvidita nižší, tím více se nabídky a poptávky od sebe v uvedené ceně navzájem liší³² a tím vyšší je pravděpodobnost, že subjekt uzavře futures za cenu, která je pro něj nevýhodná. Standardizace se tak týká především data realizace kontraktu. Zatímco u forwardů je tento okamžik stanoven časovým intervalem od uzavření smlouvy, futures jsou realizovány k určitému budoucímu dni. Pro zjednodušení obchodování na burze je stanoven pouze omezený počet dat v průběhu roku, například ke konci každého kvartálu, na která lze futures uzavřít.

U data realizace kontraktu však standardizace nekončí. Vedle něj jsou jasné definovány i druhy podkladových aktiv a jejich množství. Mohlo by se zdát, že trh s futures je takto značně omezen a nenabízí dostatečně širokou škálu kontraktů, vzájemnou kombinací jednotlivých atributů futures jako je druh aktiva, jeho množství a datum realizace však dochází k nárůstu variability, která většině obchodníků dostačuje.

Mezi podkladová aktiva futures lze řadit jak komoditní, tak finanční instrumenty. V současné době se však v drtivé většině případů na burzách obchodují futures na finanční instrumenty, a to zejména úrokové futures³³. Zajímavým faktem pak je, že na rozdíl od prvotního účelu derivátů dochází k finálnímu vypořádání kontraktu v době splatnosti pouze výjimečně. Ve skutečnosti v 99% případů dochází k ukončení kontraktu uzavřením kontraktu zrcadlového, čímž je otevřená pozice uzavřena před datem splatnosti³⁴. Smyslem uzavření futures je pak pouze zajištění se vůči pohybu tržní ceny nebo naopak spekulace na něj, čehož je dosaženo již denními finančními vyrovnáními mezi stranami kontraktu.

³² takzvaný bid-ask spread

³³ DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. Vyd. 2. Praha: Oeconomica, 2008, str. 138.

³⁴ DURBIN, Michael. *All about derivatives*. Fully rev. 2nd ed. New York: McGraw-Hill, 2010, str. 25.

K tomu však dochází pouze u futures, jejichž náležitostí je finanční vypořádání. Existují ovšem i futures, používané jen zřídka, které směřují k fyzickému vypořádání. Tyto pak nejsou průběžně vypořádávány a pokud nedojde k jejich ukončení před datem splatnosti, plyne z nich povinnost dodat podkladové aktivum prodávajícím a zaplatit smlouvenou cenu kupujícím.

4.3 Swapy

Oba dosud popsané deriváty jsou ve své základní podobě jednoduchými smlouvami na prodej aktiv. Byť k této realizaci ve skutečnosti vůbec nemusí dojít a dnes se jejich účel vzdálil účelu původnímu, tedy nákupu a prodeji, svými atributy stále připomínají běžnou kupní smlouvu. V případě swapu, nejrozšířenějšího mimoburzovního derivátu, to však již neplatí.

Swap by se dal nejjednodušeji definovat jako výměna budoucích finančních toků. Tato definice je však velice abstraktní a o reálném využití swapů příliš nevyovídá. K jejímu plnému pochopení je tedy třeba využít příkladu z praxe.

Pokud si na finančním trhu chcete půjčit finanční prostředky, jako cenu za tuto půjčku jste povinni platit úroky. Tyto úroky pak mohou být stanoveny fixně nebo pohyblivě. Pokud jsou stanoveny fixně, jejich výše je definována v době uzavření kontraktu a nemění se po celou dobu jeho trvání. Na druhé straně pohyblivé úroky se mohou v průběhu času nečekaně měnit. K této změně však nedochází na základě rozhodnutí věřitele či dlužníka, nýbrž na základě objektivních skutečností, na kterých se při uzavírání kontraktu strany dohodly. Úroková sazba je tak nejčastěji napojena na úrokovou míru stanovenou třetí stranou. Tou může být například LIBOR (London Interbank Offered Rate), tedy průměrná úroková míra, za kterou by si jednotlivé banky byly ochotny mezi sebou půjčovat finanční prostředky. LIBOR je publikován denně pro 15 různých časových horizontů půjček a jako ukazatel obecné úrokové míry tedy slouží velice dobře.

Představme si tedy dva subjekty, které si již finanční prostředky půjčily, pro jednoduchost v obou případech 10 mil. Kč na dobu jednoho roku. Jeden z nich však platí fixní úrokovou sazbu, zatímco druhý pohyblivou. Žádný z nich není se současným stavem spokojen a tak se rozhodnou uzavřít swap. Tento výraz lze z anglického jazyka přeložit jako výměnu, k čemuž dojde právě výměnou budoucích finančních toků. Subjekt s povinností platit fixní sazbu bude platit variabilní sazbu druhému subjektu, který mu naopak bude poskytovat sazbu fixní. První subjekt je tak například povinen platit měsíčně fixní úrok ve výši 5% ze zapůjčených 10 mil. Kč, tedy 500 tis. Kč, zatímco by raději platil pohyblivou sazbu ve výši pětinasobku sazby LIBOR. Po uzavření swapu tedy bude tento pětinasobek sazby LIBOR platit druhému subjektu a svého věřitele každý měsíc uspokojí 500 tis. Kč, které jako fixní sazbu obdrží od druhého subjektu zpět. Oba subjekty si tedy

každý měsíc vymění své finanční toky, tedy úrokové platby. Dochází zde k přesunu tržního rizika z averzního subjektu na kontrahenta, který ho je ochoten nést.

V podaném případě záměny úrokových plateb jsme mluvili o fixed-float interest rate swap, což by se dalo přeložit jako výměna fixní-pohyblivé úrokové sazby, obecně se však užívá výrazu kupónového swapu. U směny lze těžko mluvit o straně kupující a prodávající, z praktických důvodů se ale subjekt nabízející svou fixní úrokovou sazbu označuje jako strana v krátké pozici, zatímco subjekt nabízející pohyblivou úrokovou sazbu jako strana v dlouhé pozici. Zmíněná podobnost s forwardy není jen náhodná. Aby subjekty dosáhly stejného výsledku, mohly by jednoduše na konci každého měsíce uzavřít nový forwardový kontrakt se stejnými podmínkami a datem realizace ke konci následujícího měsíce. Prostřednictvím swapu se tedy situace usnadňuje, i když podstata derivátového obchodu zůstává totožná.

Výše zmíněný fixed-float interest rate swap ilustruje, jak swapové obchody ve většině případů probíhají. Strany si nevyměňují podkladové aktivum, ale pouze finanční toky s nimi spojené. Tento atribut však není podmínkou sine qua non všech swapových obchodů. Například u měnových swapů může dojít k záměně samotných podkladových aktiv, tedy jednotlivých měn. V jednoduchém měnovém swapu se strany dohodnou, že k určitému budoucímu datu či k určitým budoucím datům si navzájem prodají rozdílné měny za předem smluvený směnný kurz. Tento kontrakt, označovaný jako FX-swap, nevybočuje nad rámec běžného forwardu a v praxi není příliš používán. Naproti tomu pravým swapem v rozdílných měnách je cross-currency interest rate swap. Tento kombinuje oba dva dosud zmíněné swapy v jeden znatelně komplexnější. Obě strany kontraktu jsou dlužníky vůči věřitelům v rozdílných měnách, přičemž každý z nich má v zájmu nejen zaměnit svou úrokovou sazbu, ale i měnu, ve které by svou půjčku splácel. Jeden ze subjektů si tedy zapůjčil 1 mil. Kč s úrokovou sazbou ve výši 3%, ale místo toho by chtěl splácet odpovídající částku v dolarech s pohyblivou úrokovou sazbou navázanou na LIBOR. Takto si tedy obě strany zamění nejen budoucí finanční toky, ale mohou si zaměnit i zapůjčená aktiva, tedy 1 mil. Kč za 50 tis. USD. Tato záměna půjčených finančních prostředků není nutností, ale strany tím předcházejí riziku spojenému s pohybem směnných kurzů v době trvání kontraktu. Pokud k tomu nedojde, budou splácet úroky z částky v zahraniční měně, kterou ve skutečnosti nedrží, a otevírají tak svou pozici vůči měnovému riziku.

Zde však komplexnost swapů nekončí. Ty základní, modelové, lze změnit nejen variací podkladových aktiv a jejich případné směny, ale i druhů finančních toků. Místo přeměny pohyblivé úrokové sazby na fixní mohou subjekty žádat pohyblivou úrokovou sazbu vázanou na jinou objektivní skutečnost, než na jaké se dohodly se svým věřitelem, tedy uzavřít takzvaný bazický swap. Četnost takových podkladových indexů dává prostor nezměrnému počtu různorodých swapových

obchodů. Vedle zmíněných úrokových a měnových swapů se mezi základní řadí ještě swapy akciové a komoditní. U akciových obvykle dochází ke směně úrokové platby za výnos plynoucí z akciového instrumentu, u komoditních ke směně toků odvislých od smluvené fixní a pohyblivé ceny určité komodity.

4.4 Opce

Posledním ve výkladu derivátových kontraktů jsou opce, tvořící samostatnou skupinu podmíněných kontraktů. Tyto se zásadně liší od výše zmíněných nerovností práv a povinností plynoucích z kontraktu. Zatímco u forwardu, futures i swapu jsou obě strany povinny dostát svým závazkům z nich plynoucích, definičním znakem opcí je právo jednoho subjektu obchod uskutečnit a tomuto právu odpovídající povinnost subjektu druhého. S opcemi se můžeme setkat jak v podobě burzovních, tak mimoburzovních kontraktů, přičemž jejich hojnému užívání pomohlo vytvoření vlastního regulovaného trhu, k čemuž došlo roku 1973 založením Chicagské opční burzy (Chicago Board Option Exchange)³⁵.

Subjekt v dlouhé pozici, tedy její kupující, je oprávněn využít opce, pokud uzná za vhodné. Naproti tomu subjekt v krátké pozici, tedy její prodejce, je povinen naplnit smluvní podmínky, pokud to kupující žádá. Postavení stran kupujícího a prodávajícího však nemá spojitost s tím, kdo je kupujícím a prodejcem podkladového aktiva. V jedné z variant opcí tak například kupec získá právo na budoucí prodej podkladového aktiva, zatímco prodejce bude mít závazek aktivum koupit.

Pro zpřehlednění jednotlivých pozic subjektů opcí byly zavedeny termíny call option – kupní opce a put option – prodejní opce. Tyto výrazy se vztahují k podkladovému aktivu, tedy k právu koupit ho či prodat. Subjekty jsou pak vzhledem k těmto opcím buď v dlouhé pozici, tedy oprávnění k jejímu využití, nebo v krátké pozici, tedy povinni k jejímu využití, pokud to druhá strana žádá. Kombinací těchto pojmů vzniká čtveřice postavení, ve kterých se subjekt může ocitnout. Long call option – koupě kupní opce opravňuje k budoucí koupi podkladového aktiva, short call option – prodej kupní opce zavazuje k jeho prodeji. Long put option – koupě prodejní opce opravňuje k prodeji podkladového aktiva, short put option – prodej prodejní opce zavazuje k jeho nákupu.

Tato nerovnováha mezi právy a povinnostmi stran, zejména vůle přijmout závazek strany v krátké pozici, je pak kompenzována poplatkem za uzavření kontraktu, takzvanou opční prémie. Příjemcem opční prémie je strana v krátké pozici, která se prodejem opce plně vystavuje tržnímu riziku. Pokud se totiž cena

³⁵ KOŠTÁL, Josef; TUREK, Ludvík. *Opce: jak na obchodování s opcemi a výběr správné strategie*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, str. 3.

podkladového aktiva bude do budoucna vyvíjet v její neprospěch, utrhá ztrátu ve výši rozdílu smluvené a spotové ceny, stejně jako u forwardů či futures, v tomto případě však kompenzovanou o získanou opční prémii. Pokud se však bude cena vyvíjet v její prospěch, strana v dlouhé pozici opci neuplatní, tedy maximálním ziskem, kterého může prakticky dosáhnout, je pouze výše opční premie. U subjektu v dlouhé pozici je situace analogická. Výše zisku, kterého může dosáhnout, je teoreticky neomezená, maximální ztráta však nikdy nepřekročí zaplacenou opční prémii. Pokud se totiž tržní cena nebude vyvíjet příznivě, tento subjekt opci jednoduše neuplatní a tratí tak pouze poplatek za uvaření kontraktu. Opce se od ostatních derivátů liší požadavkem na počáteční investici, která je v případě forwardů, futures i swapů téměř nulová. Pákový efekt je tedy nižší, teoretický zisk v poměru k vloženým prostředkům méně lukrativní, je však kompenzován předem sjednanou nejvýše dosažitelnou ztrátou.

Výše popsaná diferenciací kupních a prodejních opcí tvoří základní model opčních kontraktů, který se, stejně jako u ostatních derivátů, rozvinul do mnohem složitějších struktur. Opce se tak zejména dělí na americké a evropské. Toto nemá nic společného s geografickým výskytem opčních kontraktů, ale s časem možnosti jeho realizace. Evropská může být užita, stejně jako u ostatních derivátů, pouze ke smluvenému budoucímu datu. Naproti tomu americkou lze uplatnit kdykoliv do tohoto data, pokud je to pro stranu v dlouhé pozici výhodné, což samozřejmě zvýhodňuje stranu v dlouhé pozici a navyšuje opční prémii. Toto dělení ještě doplňuje specifická opce bermudská, kterou držitel může uplatnit pouze v předem definované okamžiky, tedy je určitou kombinací opce evropské a americké.

Podle podkladových proměnných se opce dělí na opce akciové, úrokové, měnové a komoditní. Vedle těchto základních skupin ale existují i moderní opční kontrakty, kterými jsou opce na futures a opce na akciové indexy. Akciovými indexy jsou teoretické veličiny, které odvozují svou hodnotu od cen většího množství aktiv. Akciovým indexem je například PX index Burzy cenných papírů Praha, který je tvořen jako vážený průměr cen blue chip emisí³⁶, tedy 14 vybraných akcií obchodovaných na této burze. PX index tak reprezentuje stav vybraného koše kótovaných akcií skrze jejich aktuální tržní kapitalizaci. Mezi další ukazatele stavu akciového trhu pak patří například americké Dow Jones Industrial Average, S&P 500 Index nebo mimoburzovní NASDAQ 100 Index. V těchto případech samozřejmě nemůže dojít k předání podkladového aktiva, proto jsou opce realizovány pouhým vyrovnáním rozdílu mezi smluvenou a spotovou hodnotou indexů.

³⁶ Burza cenných papírů Praha. *Burzovní indexy* [online]. BCPP, c2012 [cit. 21.11.2012]. Dostupný z WWW: <<http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Burzovni-Indexy>>.

Opce na futures již vypadají o něco složitěji, ale jejich podstata je stejná jako u ostatních opčních kontraktů. Podkladovým aktivem je jednoduše instrument, jehož tržní cena se v průběhu času mění. K této změně pak dochází na základě změny jiného podkladového aktiva, které leží v základu tohoto instrumentu. Uzavřením tohoto derivátu na derivát, tedy opce na futures, získává subjekt v dlouhé pozici právo uzavřít k budoucímu datu futures kontrakt za předem stanovenou cenu jeho podkladového aktiva. Výběr podkladového aktiva futures je pak omezen burzami, na kterých jsou futures obchodovány.

S ohledem na vnitřní hodnotu opce, která reprezentuje její ziskovost, se může z ní oprávněný subjekt nacházet ve třech rozdílných situacích. V případě kupní opce, pokud je spotová cena vyšší než cena smluvní, tedy uplatněním opce by dosáhl zisku, nachází se v penězích (in-the-money), pokud je spotová cena nižší, je mimo peníze (out-of-the-money), a pokud se ceny rovnají, je na penězích (at-the-money). U prodejní opce jsou pozice opačné. Jednotlivé situace, tedy do jaké míry se držitel opce nachází v penězích nebo mimo peníze, pak mají vliv na celkovou hodnotu opce.

Deriváty podobné opcím, přesto se od nich v mnoha ohledech liší, jsou warranty. Svou podstatou jsou na první pohled téměř zaměnitelné, tedy kupec kupního warrantu jeho prostřednictvím získává právo ke koupi podkladového aktiva, které může a nemusí podle svého uvážení využít. Podkladovým aktivem přitom ale může být pouze cenný papír. Navíc se může jednat, na rozdíl od opcí, pouze o cenný papír vydaný prodejcem warrantu, tedy osoba povinná cenný papír prodat je zároveň jeho emitentem. Prakticky pak při uplatnění kupního warrantu prodejce místo předání stávajících akcií nebo dluhopisů emituje nové, které prodá oprávněné osobě za předem stanovenou cenu. Obdobně kupec prodejního warrantu je oprávněn cenný papír prodat, zatímco prodejce je povinen svůj cenný papír vykoupit. Warranty jsou navíc na rozdíl od opcí sjednávány na delší dobu, řádově léta, a mají povahu cenných papírů.

4.5 Úvěrové deriváty

Ač forwardy, futures, swapy a opce tvoří uzavřený počet typů derivátových kontraktů, v souvislosti s nimi je třeba zmínit úvěrové deriváty. Tyto nelze považovat za derivátový typ per se, ačkoliv tak někteří autoři obvykle činí³⁷, jelikož vždy nabývají podoby jednoho ze základních derivátových kontraktů.

Od ostatních se liší absencí podkladové proměnné v takové podobě, v jaké jsme ji dosud přijímali. V základu úvěrového derivátu totiž neleží proměnná, která je schopná nabývat určité hodnoty. Nejedná se tedy o kontrakt, jehož ziskovost by

³⁷ DURBIN, Michael. *All about derivatives*. Fully rev. 2nd ed. New York: McGraw-Hill, 2010, str. 59.

se dala odvodit od rozdílu hodnoty smlouvené a aktuální. Podkladová proměnná totiž může nabývat pouze dvojí podoby, a to pozitivní či negativní. Navíc v případě úvěrového derivátu není znám čas vypořádání kontraktu, jelikož datum realizace není odvislé od dohody stran, ale od objektivních skutečností. Úvěrové riziko totiž nemá postupný vývoj jako riziko tržní a projevuje se pouze nárazově.

Za účelem zajištění proti úvěrovému riziku nebo spekulace na něj se tak strany úvěrovým derivátem dohodnou na splátkách, které bude první subjekt pravidelně vyplácet, zatímco druhý subjekt se zaváže vykoupit podkladové aktivum za smlouvenou cenu či bez dalšího vyplatit smlouvenou částku, pokud dojde k předem definované události. Touto událostí je pak úvěrové selhání třetí strany. Úvěrové selhání je velice abstraktním pojmem, v praxi se mu dostává podoby vyhlášení úpadku této třetí strany či jiné okolnosti, která snižuje pravděpodobnost schopnosti dostát jejím závazkům. K této situaci ovšem nikdy nemusí dojít a tím pádem ani k realizaci kontraktu.

Jedním z frekventovaných úvěrových derivátů je credit default swap – swap úvěrového selhání. Ač tento nese označení swap a mezi stranami kontraktu dochází k výměně finančních prostředků, od běžných swapů se liší výše zmíněnou neurčitostí data vypořádání. Swapem úvěrového selhání se subjekt pojišťuje proti platební neschopnosti, úpadku či například vyhlášení konkurzu jeho dlužníka. Pokud tedy například subjekt koupí dluhopis emitenta, který nedostojí svým závazkům platit kupónové platby, druhá strana kontraktu dluhopis odkoupí nebo dorovná ztrátu, kterou držitel dluhopisu dosáhl. Za toto pojištění pak subjekt platí periodické prémie svému pojistiteli. Skutečným specifikem tohoto derivátu je ale skutečnost, že aby se subjekt mohl pojistit vůči úvěrovému riziku emitenta, nemusí být ani držitelem jeho dluhopisů, tedy v důsledku se může pojistit proti úpadku libovolné třetí strany. V tomto případě již swap úvěrového selhání nemá charakter pojištění, jako spíše spekulace na solventnost či likviditu nezávislého subjektu, který si uzavření kontraktu vůbec nemusí být vědom.

Dalšími úvěrovými deriváty jsou například swap veškerých výnosů (total return swap), u kterého není vypořádání vázáno na definovanou událost, ale dochází k záměně finančního toku vystaveného úvěrovému riziku za finanční tok bezrizikový, či rozdílová opce (spread option), která opravňuje jejího držitele k přijetí stanoveného plnění, pokud se zvýší rizikovost určitého instrumentu vzhledem k instrumentu referenčnímu.

5 Historie derivátových kontraktů

Jak již bylo zmíněno v úvodu kapitoly 2 věnující se vymezení obecné definice derivátových kontraktů, tyto nejsou výdobytkem moderní doby, ač v posledních dekádách zaznamenaly značný rozvoj, ale jejich počátky sahají hluboko do historie. Jak hluboko, v tom se však jednotlivé zdroje liší.

5.1 První deriváty

Prvním doloženým výskytem je pravděpodobně Babylónská říše v 18. stol. př. n. l. Tehdy bylo v Chammurapiho zákoníku obsaženo ustanovení ochraňující zemědělce před jejich věřiteli v případě neúrody. Pokud měl zemědělec půjčku, ze které splácel úroky prostřednictvím vypěstovaných obilovin, nemusel tak učinit, pokud byla úroda nedostatečná z důvodu silných bouřek nebo naopak nedostatku vody.³⁸ Na první pohled se nejedná o žádný z dosud uvedených derivátů a při jeho identifikaci je třeba vzít v úvahu nejspeciřtější podoby jednotlivých typů. V uvedeném případě totiž měli co do činění s opcí, a to s opcí binární. Binární opce, případně all-or-nothing opce, poskytuje jejímu držiteli buď fixní výplatu nebo propadnutí opce. Podobně jako u běžné opce její držitel nedosáhne při nepříznivém vývoji ztráty, jelikož opce nevyužije, na rozdíl od běžné opce však zisk není určen rozdílem aktuální a smlouvené hodnoty, ale pouze smlouvenou částkou. Tuto částku tedy představovaly pevné úrokové platby, kterých se věřitel nedočkal, pokud kvantita úrody klesla pod stanovenou hranici. Ať tehdejší zákonodárci jistě neměli o derivátových kontraktech povědomí, toto ustanovení splňuje všechny jejich náležitosti.

O něco diskutabilnějším historickým příkladem je derivátový kontrakt doložený v První knize Mojžíšově. Časové zařazení tak není příliš exaktní, ale pravděpodobně v 17. stol. př. n. l. měl Jákob uzavřít smlouvu se svým strýcem Lábanem, na jejímž základě byl oprávněn oženit se s jeho dceru Ráchel. Smlouva byla uzavřena s odloženým vypořádáním za sedm let, přičemž po tuto dobu se Jákob zavázal pro svého strýce pracovat. Ač strýc nakonec smlouvu porušil, jednalo se pravděpodobně o jeden z prvních zdokumentovaných opčních kontraktů. Jeho identifikace je znatelně obtížnější než v případě babylónských zemědělců, přesto je některými autory označován za jeden z prvních výskytů derivátů³⁹.

³⁸ WHALEY, Robert E. *Derivatives: markets, valuation, and risk management*. Hoboken, N.J.: Wiley, 2006, str. 11.

³⁹ CHANCE, Don M. *Essays in derivatives: risk-transfer tools and topics made easy*. 2nd ed. Hoboken, N.J.: John Wiley, 2008, str. 7.

Poslední zmínku o derivátech před počátkem letopočtu přináší Aristoteles ve svém díle *Politika*⁴⁰, kde vypráví příběh chudého filosofa jménem Thales. Ten na základě studia noční zimní oblohy dokázal předpovědět, jak hojná bude úroda oliv při následující sklizni. Ve snaze monetizovat své vědomosti využil skromný finanční kapitál a za nízký poplatek uzavřel dohodu se všemi majiteli lisů oliv v okolí, jejímž obsahem bylo právo tyto lisy přednostně použít, pokud uzná za vhodné. Potřebný finanční kapitál byl nízký, jelikož nikdo jiný neočekával nadstandardní úrodu a tudíž nikdo obdobnou smlouvu neuzavřel. Thales takto prostřednictvím opčního kontraktu s nízkou opční premií vstoupil do otevřené pozice, která mu umožňovala dosáhnout vysokého zisku s rizikem nízké ztráty. Následující sklizeň se jeho předpovědi potvrdily a ač sám neměl v držení žádné olivové sady, využil svého práva k užití lisů a vysoké poptávky po nich a z pozice monopolisty je pronajímal pěstitelům za téměř libovolně vysoké ceny. Tímto obchodem dosáhl vysokých výdělků a jak tvrdí Aristoteles, ukázal světu, že i filosof je schopen nabýt značného bohatství, pouze jeho priority leží někde jinde.

Masového měřítká ale deriváty dosáhly až mnohem později, a to v první polovině 17. století. Byly hojně užívány v souvislosti s takzvanou Tulipánovou horečkou, která dosáhla svého vrcholu roku 1637 v tehdejším Holandsku. Tulipány zde byly natolik oblíbené, že se jejich cena v průběhu několika měsíců mnohonásobně zvýšila a dosáhla natolik nereálných hodnot, že se v průběhu pouhých několika dní opět drtivě propadla. Jednalo se tak o první zaznamenanou cenovou bublinu v dějinách. V prvních fázích Tulipánové horečky se s nimi čile obchodovalo, ale sama podstata této komodity umožňovala jejich promptní prodej pouze po několik měsíců v roce. Ve zbývajících měsících proto obchodníci uzavírali termínové obchody na budoucí dodej tulipánových cibulek, tedy uzavírali forwardové kontrakty. Jelikož ale tyto kontrakty byly vždy uzavírány ke stejnému datu, tedy k době, kdy bylo podkladové aktivum transferovatelné, dosahovaly vysoké míry standardizace a obchodníci se setkávali na smluvených místech, tedy prvních burzách, z dnešního pohledu by se daly spíše označit za futures.

Prasknutí cenové bubliny přineslo i otázky spojené s vymahatelností těchto kontraktů a jejich regulací. Poprvé již v roce 1610 a opětovně v souvislosti s horečkou roku 1636⁴¹ bylo ediktem zapovězeno uzavírání spekulativních krátkých derivátových kontraktů. Takto bylo znemožněno spekulovat na pokles ceny podkladových aktiv, tedy nebylo možno uzavírat dohody na jejich prodej, pokud subjekt toto podkladové aktivum nevlastnil. Do krátké pozice v termínovém obchodě mohl vstoupit pouze ten, který svou pozici uzavíral, nikoli otevíral, tedy

⁴⁰ ARISTOTLE. *Politics*. Translated by Benjamin Jowett. Kitchener: Batoche Books, 1999, str. 18.

⁴¹ GARBER, Peter M. *Famous first bubbles: the fundamentals of early manias*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 2000, str. 34.

se zajišťoval proti případnému poklesu ceny. Spekulace byla vnímána jako pouhý hazard, který podle tehdejších názorů do světa obchodu nepatřil. Technicky však nedošlo k faktickému zákazu uzavřít samotný kontrakt, ale tehdejší zákonodárci zvolili cestu nevymahatelnosti kontraktů. Obchodníci tak nadále mohli vstupovat do derivátových obchodů jako spekulanti, ty byly ale vynutitelné pouze prostřednictvím takzvaného soukromého vymáhání⁴². Obchodník, který nechtěl dostát svým závazkům, k tomu nemohl být donucen nadřízenými autoritami, ale pouze tržními mechanismy, které ho nutily chránit si svou pověst a dlouhodobou spolupráci s obchodními partnery, které by pravděpodobně byly v případě nesplnění závazku otřeseny⁴³.

Derivátové kontrakty získávaly postupem času popularitu po celém světě, což vedlo nejen k hojnému uzavírání OTC derivátových kontraktů, ale také k ustanovení prvních oficiálních institucí, na jejichž půdě se obchodovalo. První burza v pravém slova smyslu tak vznikla v Japonsku na přelomu 17. a 18. století. Jednotlivé prameny se v přesné dataci počátku obchodování se standardizovanými deriváty poněkud liší, jelikož faktický a legální stav nebyl vždy konzistentní. První výskyt tak lze datovat nejdříve k roku 1650⁴⁴, kdy se na Yodoyské⁴⁵, respektive později Dojimské⁴⁶ rýžové burze, obchodovalo s touto komoditou k budoucímu datu, aniž by ji prodejci toho času měli v držení. Z pohledu tehdejších autorit byl nežádoucí hazard spatřován nejen v derivátových obchodech, ale i v samotné existenci burzy, kde byli participanti povinni za svou účast hradit poplatky. Z těchto důvodů byly zmíněné praktiky označeny za ilegální, což ovšem nezabránilo jejich rostoucí popularitě. Podle jiných zdrojů⁴⁷ k dotvoření burzy per se se standardizovanými kontrakty došlo až roku 1716, po jejímž boku vznikly i první zjednodušené clearingové domy evidující jednotlivé transakce. Nicméně až roku 1722 byly deriváty legalizovány ve snaze stabilizovat fluktuující cenu rýže, což mělo pozitivní vliv na japonský burzovní trh.

⁴² private enforcement

⁴³ HAY, Jonathan R.; SHLEIFER, Andrei. *Private Enforcement of Public Laws: A Theory of Legal Reform*. American Economic Review, vol. 88. Pittsburgh: American Economic Association, 1998, str. 399.

⁴⁴ CHANCE, Don M. *Essays in derivatives: risk-transfer tools and topics made easy*. 2nd ed. Hoboken, N.J.: John Wiley, 2008, str. 8.

⁴⁵ Yodoya rice market

⁴⁶ Dojima rice market

⁴⁷ MOSS, David A.; KINTGEN, Eugene. *The Dojima Rice Market and The Origins of Future Trading*. Boston: Harvard Business School Publishing, 2010, str. 7.

5.2 Moderní trhy

Na západní polokouli mělo pak na standardizované kontrakty největší vliv zřízení Chicagské rady pro obchod (Chicago Board of Trade) ve Spojených státech roku 1848, jejímž prostřednictvím docházelo k centralizovanému obchodu s obilím. První forwardový kontrakt zde byl zaznamenán roku 1851, přičemž až roku 1865 bylo zavedeno obchodování se standardizovanými termínovanými kontrakty⁴⁸. Téhož roku byl také ustanoven clearingový dům, jenž od obchodníků vyžadoval složení záloh a vystupoval mezi nimi jako garant do budoucna vznikajících závazků.

V průběhu 19. století pak ve Spojených státech postupně vznikaly další burzy, jako New York Cotton Exchange roku 1870 zaměřující se na obchod s futures na bavlnu, Chicago Product Exchange roku 1874, kde se obchodovaly deriváty na zemědělské výrobky podléhající rychlé zkáze a Coffee Exchange roku 1882 pro kávové futures. Pro evropský trh bylo základem burzovních derivátů založení London Corn Trade Association ve Velké Británii, která se pro následující desetiletí stala centrem obchodu s komoditními futures.

Celých 125 let od počátku futures v rámci Chicagské rady pro obchod dominovaly trhu s burzovními deriváty komodity. Po tuto dobu se tak na burzách obchodovalo zejména se zemědělskými produkty a postupem času i s kovy a energetickými produkty, tedy s ropou a topným olejem. Až roku 1972 dochází ke zlomovému okamžiku, kdy Chicagská obchodní burza (Chicago Mercantile Exchange) poprvé umožňuje obchodování s finančními deriváty. Jednalo se o měnové futures, které byly záhy roku 1973 následovány akciovými opcemi obchodovanými na Chicagské radě pro burzovní opce (Chicago Board Options Exchange) při Chicagské radě pro obchod. Právě akciové opce pak započaly revoluci ve standardizovaných derivátech a jako obchodovatelné instrumenty je v průběhu 70. let 20. století zařadily další významné burzy po celém světě. Roku 1975 Chicagská rada pro obchod představila první úrokové futures, následované futures na pokladniční poukázky a dluhopisy a v průběhu 80. let další burzy přijaly futures na akciové indexy, úrokové opce, měnové opce a v neposlední řadě také opce na futures, tedy deriváty, jejichž podkladovou proměnnou byl další derivát⁴⁹.

⁴⁸ WHALEY, Robert E. *Derivatives: markets, valuation, and risk management*. Hoboken, N.J.: Wiley, 2006, str. 15.

⁴⁹ *Ibid.*, str. 17.

6 Regulace

Jak je vidět z historického rozvoje derivátových kontraktů, jejich existence a společenská prospěšnost byla vnímána rozporuplně. Již před staletími se projevila snaha rozdělit deriváty podle jejich účelů, tedy na deriváty zajišťovací a spekulativní. Zatímco uzavírání termínových obchodů s důvodem zajištění proti následnému vývoji trhu se zdálo býti žádoucím, spekulace byla vnímána jako nežádoucí fenomén, který neměl trhu přinášet žádné zjevné benefity, což ústilo v pokusy o její potlačení. Překvapivě se ale nejednalo o excesy, které by bylo možno připsat tehdejší, vědeckým poznáním nepoznamenané době.

6.1 Diferenční kontrakty

Obdobné snahy, kterých jsme byli svědky v Holandsku 17. století a Japonsku 18. století, nacházíme i v průběhu století 19., kdy jim byli nuceni odolávat angloameričtí spekulanti ze strany autorit vymáhajících právo, tedy ze strany tehdejších soudů. V dnešní době běžná praxe, kdy subjekty uzavíraly derivátové kontrakty, aniž by měly zájem o skutečný prodej nebo nákup podkladového aktiva, tedy pouze spekulovaly na pokles nebo růst cen, přičemž v čase vypořádání se finančně vyrovnaly, byla tehdy označovaná jako diferenční kontrakty. Název vznikl ze závazku vyplatit rozdíl mezi smlouvenou a aktuální tržní cenou.

Diferenční kontrakty byly vnímány jako společensky nežádoucí, což mělo vliv na jejich odmítnutí ze strany státních institucí. Angloamerické soudnictví tak zvolilo cestu, kterou jim již před více než dvěma sty lety nastínili holandsští zákonodárci. Jak lze vyčíst z rozhodnutí Nejvyššího soudu Spojených států amerických *Irwin v. Williar* z roku 1884, termínový kontrakt, který zavazuje k prodeji zboží k budoucímu datu, aniž by měl prodejce v době jeho uzavření toto zboží v držení, je bez dalšího platný⁵⁰. Tímto byla potvrzena legalita derivátových kontraktů. Byla však podmíněna důležitým faktem. Obě strany musely kontrakt uzavírat s tím cílem, že k dodání smlouveného podkladového aktiva má v budoucnu skutečně dojít. Na druhé straně pokud jejich cílem byla pouhá spekulace na pohyb cen, tedy pouhé finanční vyrovnání v době realizace kontraktu, nejednalo se o nic jiného než o hazardní hru a kontrakt byl tímto neplatný, tedy právně nevymahatelný⁵¹.

Absence právní vymahatelnosti tedy opět přímo nesankcionuje strany derivátových kontraktů, ale nechává jim prostor ke zvolení vlastního postupu. Bud'

⁵⁰ STOUT, Lynn A. *Why The Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in The Market for OTC Derivatives*. Duke Law Journal, vol. 48. Durham, 1999, str. 716.

⁵¹ U.S. Supreme Court. *Irwin v. Williar* – 110 U.S. 499 (1884) [online]. Justia, c2012 [cit. 25.11.2012]. Dostupný z WWW: <<http://supreme.justia.com/cases/federal/us/110/499/>>.

si zvolí cestu neomezené spekulace, která je vystavuje riziku, že kontrahent nedostojí svým závazkům, či se podřídí přístupu nastíněnému zmíněným rozhodnutím a náklady spekulace navýší o transakční náklady spojené s nákupem zboží na spotovém trhu, jeho dodáním druhé straně, aby ho tato mohla opětovně prodat. V každém případě došlo k omezení spekulacních incentívů, což mělo omezit parazitování na obchodu přinášejícím skutečné užitky a vést k větší stabilitě trhů.

Takovýto přístup však vedle omezení kontraktů podobných hazardním hrám měl i negativní dopad na jiné subjekty, jejichž účast na diferenčních kontraktech by se mohla zdát legitimní. Mezi zapovězené spekulanty byli začleněni i takoví obchodníci, kteří měli snahu zajistit se proti tržním výkyvům. Zajištění své otevřené pozice mohou totiž subjekty dosahovat buď uzavřením derivátového kontraktu s cílem podkladové aktivum skutečně prodat, tedy zajistit si odbytk budovcímu datu za stanovenou cenu, či s cílem si podkladové aktivum ponechat a zajistit se pouze proti jeho znehodnocení v průběhu času. Ve druhém případě pak stejně jako spekulanti, kteří nejsou držiteli podkladového aktiva, uzavřou diferenční kontrakt, který jim finančně vykompenzuje případnou ztrátu na hodnotě aktiva. Tento nežádoucí jev vedl k vytvoření výjimky, která umožňovala vymahatelnost diferenčních kontraktů, pokud byl uzavřen ve snaze vyhnout se potenciálním ztrátám. Pokud to byl kontrahent schopen dokázat, mohl se u soudu dovolávat platnosti kontraktu.

Zvláštního přístupu se vedle zajišťovacích kontraktů dočkaly i deriváty obchodované na burzách. Zatímco spekulacní OTC deriváty bez dodání podkladového aktiva byly plně subsumovány pod diferenční kontrakty, v případě burzovních derivátů byla situace složitější. Standardizace burzovních instrumentů a vysoká likvidita jejich trhů umožňuje subjektům efektivně nalézat vhodné instrumenty, které touží obchodovat. Takto se tedy ustanovil obvyklý jev, kdy subjekt místo držení derivátu do data vypořádání uzavřel analogický derivátový kontrakt ale s opačnou pozicí, tedy pokud byl zavázán k prodeji podkladového aktiva k určitému datu, zavázal se posléze ke koupi aktiva ke stejnému datu, zbavil se tímto původního závazku a pozbyl statutu strany kontraktu. Ať takto nedošlo ke skutečnému dodání zboží, obchodování na burzách, jak dokládá rozhodnutí Chicago Board of Trade v. Christie Grain & Stock Co.⁵² Nejvyššího soudu Spojených států amerických z roku 1905, bylo obecně přijímáno jako žádoucí a mající pozitivní vliv na celou ekonomiku, tedy mu bylo zajištěno výsostné postavení oproti OTC derivátům, kdy v žádném případě nespádalo do vymezení diferenčních kontraktů.

⁵² U.S. Supreme Court. *Board of Trade v. Christie Grain & Stock Co.* – 198 U.S. 236 (1905) [online]. Justia, c2012 [cit. 25.11.2012]. Dostupný z WWW: <<http://supreme.justia.com/cases/federal/us/198/236/>>.

6.2 Zákonná regulace na angloamerických trzích

Vedle významných precedentů ovlivňujících právní úpravu derivátu se na počátku 20. století objevily první vážné snahy o přímou regulaci tohoto odvětví. Již roku 1733 lze ve Velké Británii dohledat takzvaný Barnardův zákon (Barnard's Act) zakazující opční kontrakty na akcie, či roku 1864 ve Spojených státech zákon proti zlatým futures (Anti-Gold Futures Act). Jejich dopad na derivátový trh byl ale minimální⁵³. Barnardův zákon nebyl i přes vysoké finanční sankce autoritami téměř vymáhán, tedy ani obchodníky respektován, a zákon proti zlatým futures, znemožňující termínové obchody se zlatými mincemi, cihlami a zahraničními měnami, byl po pouhých 14 dnech účinnosti Kongresem zrušen. Skutečná regulace tedy přišla až s druhou dekádou 20. století.

Roku 1921 přijal Kongres zákon o obchodování s futures (Futures Trading Act), který se zaměřoval na termínové obchody s obilím. Místo zapovězení těchto obchodů zvolil cestu zdanění podle objemu, vyjma obchodů činěných na burzách spravovaných Ministerstvem spravedlnosti, které nad nimi mělo vykonávat dohled. Zákon vedl obchodníky, aby se stali členy ministerstvem zřízené burzy, což vynucoval prohibitivním federálním zdaněním, a neoprávněně tak zasahoval do vnitrostátních obchodních transakcí, což vedlo Nejvyšší soud Spojených států amerických k rozhodnutí v případě *Hill v. Wallace*⁵⁴, ve kterém roku 1922 označil zákon za protiústavní. Ještě téhož roku Kongres odpověděl přijetím zákona o obilných futures (Grain Futures Act), který opustil od prohibitivního zdanění a zaměřil se pouze na přeshraniční obchody. Ve snaze zamezit spekulacím a zabránit manipulacím s cenami dal vzniknout orgánům Správy obilných futures (Grain Futures Administration) a Komise pro obilné futures (Grain Futures Commission) a v této podobě byl roku 1923 rozhodnutím Nejvyššího soudu Spojených států amerických *Chicago Board of Trade v. Olsen* shledán v souladu s ústavou.

Zákon o obilných futures (Grain Futures Act) byl následně platný až do roku 1936, kdy ho nahradil pro budoucí léta velice významný zákon o směně komodit (Commodity Exchange Act). Ten se zprvu vztahoval pouze na futures a opce na bavlnu, obilí a některé další zemědělské produkty⁵⁵, zavedl přísnější registraci členů burz a limity na otevřené derivátové pozice, tedy limity na objemy spekulativních obchodů. Ač byly postupem let do působnosti zákona začleňovány i

⁵³ GOGEL, Jeremy. *Shifting Risk to the Dumbest Guy in the Room - Derivatives Regulation after the Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Journal of Business & Securities Law, vol. 11. Michigan, 2010, str. 12-14.

⁵⁴ U.S. Supreme Court. *Hill v. Wallace - 259 U.S. 44 (1922)* [online]. Justia, c2012 [cit. 25.11.2012]. Dostupný z WWW: <<http://supreme.justia.com/cases/federal/us/259/44/>>.

⁵⁵ STOUT, Lynn A. *Why The Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in The Market for OTC Derivatives*. Duke Law Journal, vol. 48. Durham, 1999, str. 722.

další zemědělské komodity, jeho snaha stabilizovat derivátové trhy a zabránit manipulacemi s nimi se v následujících desetiletích ukázala jako marná.

Jako reakce na bezzubost stávající regulace byl zákon o směně komodit novelizován roku 1974 zákonem o Komisi pro obchod s komoditními futures (Commodity Futures Trading Commission Act) ustavující nezávislou regulatorní Komisi (Commodity Futures Trading Commission), jejíž působnost se vztahovala na „všechny druhy komodit a služby, práva a finanční toky“⁵⁶, které mohly být podkladovým aktivem jak OTC, tak burzovních derivátových kontraktů. Tato působnost, definovaná značně obšírně, dovoľovala výklady, na jejichž základě by regulace zákonem o Komisi pro obchod s komoditními futures daleko přesahovala pouhé komodity a vztahovala se i na finanční podkladová aktiva. Z tohoto důvodu byl ještě téhož roku přijat takzvaný dodatek Ministerstva financí (Treasury Amendment), který z působnosti zákon vyčlenil deriváty na zahraniční měny, státní dluhopisy a určité další finanční instrumenty⁵⁷. Dále byla Komisi roku 1992 zákonem o náležitostech obchodování s futures (Futures Trading Practices Act) propůjčena pravomoc vyloučit určité druhy derivátových kontraktů ze své působnosti, tedy umožnit jejich mimoburzovní obchodování, pokud to shledala v souladu s veřejným zájmem. V neposlední řadě pak některé finanční deriváty spadaly do působnosti Komise pro obchod s cennými papíry (Security Exchange Commission), která byla v některých případech exkluzivní, v jiných společná s Komisí pro obchodování s komoditními futures⁵⁸.

Přístup zákona z roku 1974 k omezení bující spekulace následoval vzoru soudcovského práva a diferenčních kontraktů, tedy stanovil, že derivátové kontrakty lze uzavírat pouze prostřednictvím burz, ledaže by měly být vypořádány skutečným dodáním podkladového aktiva. Kontrakty přičítají se těmto pravidlům byly tentokrát nejen neplatné, ale zároveň v rozporu s federálním právem a zakládající jak občanskoprávní, tak trestněprávní odpovědnost. Komise pak měla ve své kompetenci rozhodovat, jaké kontrakty budou na burzách obchodovatelné, tedy jaké z nich tímto zlegalizuje, jelikož nejsou v rozporu s veřejným zájmem a slouží jistému ekonomickému účelu⁵⁹. Deriváty, které takto vyselektovala k obchodování na regulovaných trzích, zde mohla jednoduše dohlížet a operativně stanovit limity otevřených pozic pro jednotlivé obchodníky, čímž zamezovala nevhodným obchodům.

⁵⁶ Title 7 § 1a (9) *United States Code* [online]. Cornell University Law School, c2012 [cit. 25.11.2012]. Dostupný z WWW: <<http://www.law.cornell.edu/uscode/text/7/1a>>.

⁵⁷ SUMMERS, Lawrence H.; GREENSPAN, Alan; LEVITT, Arthur; Rainer, William J. *Over-the-Counter Derivatives Markets and the Commodity Exchange Act*. Report of The President's Working Group on Financial Markets, 1999, str. 7.

⁵⁸ *Ibid.*

⁵⁹ STOUT, Lynn A. *Why The Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in The Market for OTC Derivatives*. Duke Law Journal, vol. 48. Durham, 1999, str. 723.

V průběhu 80. a 90. let byla legislativa OTC derivátů značně roztržštěná a zákonnost a vymahatelnost jednotlivých kontraktů nejasná. Zvláštního postavení se pak mezi OTC deriváty dostalo swapům, které podle tehdejšího výkladu vykazovaly vysokou podobnost s mimoburzovními deriváty se skutečným dodáním podkladového aktiva, tedy s deriváty, které nebyly považovány za spekulativní a nebyly tudíž v rozporu se zákonem. Jelikož samou podstatou swapu je výměna finančních toků, tyto nebyly vnímány jako diferenční kontrakty, u kterých se strany snažily předejít vypořádání pouhým vyplacením rozdílů smluvených a tržních cen. Tento fakt umožnil rapidní nárůst jejich užívání v průběhu 80. let.

Jisté uvolnění derivátových trhů přinesl až roku 2000 zákon o modernizaci komoditních futures (Commodity Futures Modernization Act), který tehdejší nejasnou legislativu konsolidoval. Z působnosti zákona o směně komodit a tedy i částečně z působnosti Komise pro obchod s komoditními futures vymanil všechny OTC deriváty, jejichž podkladovým aktivem nebyly zemědělské komodity. Plně deregulován byl obchod s deriváty mezi sofistikovaný subjekty schopnými posoudit jejich zápory, které pouze jako entity, nikoliv jejich činnost, byly nadále kontrolovány Komisí. Spolu s deregulací byly OTC deriváty konečně označeny za platné a zcela vymahatelné kontrakty⁶⁰. Nejpřínosnější byla tato inovace, v rozporu s názvem samotného zákona, pro OTC deriváty na akcie a akciové indexy. Tyto v důsledku nesprávně formulované legislativy a sporům o jurisdikci mezi Komisí pro obchod s komoditními futures a Komisí pro obchod s cennými papíry nemohly být s jistotou považovány za legální, a to po celou dobu již od roku 1974⁶¹.

Snaha o účinnou deregulaci derivátových trhů nastartovaná počátkem nového tisíciletí však neměla dlouhého trvání. Finanční krize roku 2008 znejistila mnoho akademiků a samozřejmě i zákonodárců v otázce efektivity volného trhu. Jelikož swapy úvěrového selhání (credit default swaps) začaly být obecně vnímány jako původci tržní nestability a rozbušky světové krize, opět se vynořily názory, že by měly být regulovány. Za tímto účelem byl roku 2010 přijat zákon nazývaný Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Tento se poprvé obsáhle věnuje OTC swapům a vytváří konzistentní systém dohledu nad nimi. Kompetence jsou rozděleny mezi Komisi pro obchod s cennými papíry, pokud jsou swapy odvozeny od cenného papíru, půjčky nebo indexu cenných papírů⁶², a Komisi pro obchod s komoditními futures co se týče ostatních swapů. Nejdůležitějším přínosem tohoto zákona je povinnost uzavírat swapové kontrakty

⁶⁰ STOUT, Lynn A. *Regulate OTC Derivatives by Deregulating Them*. Regulation, vol. 32. Washington, D.C., 2009, str. 32.

⁶¹ GOGEL, Jeremy. *Shifting Risk to the Dumbest Guy in the Room - Derivatives Regulation after the Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Journal of Business & Securities Law, vol. 11. Michigan, 2010, str. 28.

⁶² U.S. Securities and Exchange Commission. *Derivatives* [online]. SEC, c2012 [cit. 25.11.2012]. Dostupný z WWW: <<http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/derivatives.shtml>>.

pouze prostřednictvím burz či clearingových domů a ustanovení minimálních marží, což by mělo přinést vyšší transparentnost a nižší rizikovitost těchto obchodů. Dále je zakázáno bankám obchodovat s deriváty vlastním jménem a subjekty vstupující do derivátových obchodů musí splňovat přísné limity kapitálové přiměřenosti⁶³.

Ve Velké Británii byl oproti Spojeným státům vývoj legislativy týkající se derivátových kontraktů o poznání méně komplikovaný. Ke konci 19. a v průběhu 20. století byly diferenční kontrakty podle soudcovského práva považovány za neplatné a nevymahatelné. Tuto éru ukončil jednoduše jediný zákon z roku 1986, a to zákon o finančních službách (Financial Services Act). Mezi deriváty nebylo nadále rozlišováno, jakému účelu slouží a v jaké podobě dochází k jejich vypořádání, přičemž podobnost s hazardními byla potlačena a jejich vymahatelnost uzákoněna. Tento stav byl ponechán i v novém zákoně o finančních službách a trzích (Financial Services and Markets Act) z roku 2000, který zároveň ustanovil dohledový Orgán pro finanční služby (Financial Services Authority). Shodně tomu je u zákona o finančních službách 2010 (Financial Services Act 2010), který však uděluje Orgánu pravomoc zakázat určitým subjektům uzavírat obchody s „prodejem nakrátko“ (short selling), tedy spekulovat na pokles tržní ceny finančních instrumentů⁶⁴. Tento zákaz se pak vztahuje i na vstupování do krátkých pozic v případě derivátových kontraktů.

6.3 Regulace Evropské unie

Pro vystižení míry regulace derivátů na starém kontinentě je, zejména v posledních letech, stěžejní legislativa Evropské unie. Evropská unie využívá k regulaci finančních a komoditních trhů zejména směrnic, které mají být postupně implementovány do právních řádů jednotlivých členských států.

6.3.1 UCITS

Jedněmi z prvních legislativních aktů v tomto odvětví jsou směrnice 2001/107/EC a 2001/108/EC souborně nazývané Undertakings in Collective Investment in Transferable Securities Directives (dále jen „UCITS“), které se zaměřují na regulaci kolektivního investování. Tyto směrnice nahradily původní směrnici 85/611/EEC z roku 1985, která měla za cíl skrze jednotnou regulaci

⁶³ GOGEL, Jeremy. *Shifting Risk to the Dumbest Guy in the Room - Derivatives Regulation after the Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Journal of Business & Securities Law, vol. 11. Michigan, 2010, str. 40-41.

⁶⁴ Section 8 131B, 131C *Financial Services Act* [online]. The National Archives, c2011 [cit. 24.11.2012]. Dostupný na WWW: <<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents>>.

harmonizovat fondy kolektivního investování ve všech členských státech a umožnit tak jejich přeshraniční činnost prostřednictvím jednotného evropského pasu. Podle této směrnice směly fondy investovat do derivátů pouze za účelem zajištění svého portfolia. Tento stav byl roku 2002 prolomen směrnicemi UCITS, které za splnění určitých podmínek investování do derivátů obecně povolily.

Mezi obecné podmínky vztahující se na všechny instrumenty, do kterých fondy investují, patří nutnost diverzifikovat portfolio a neinvestovat jeho příliš veliký podíl do instrumentů jediného subjektu, přičemž toto omezení je značně posíleno, pokud je jedním z těchto instrumentů OTC derivát. Mezi specifické podmínky pro deriváty pak patří možnost investice do všech OTC derivátů či „schválených derivátů“, mezi které patří široká škála burzovních finančních derivátů, vyjma komoditních derivátů a derivátů na nefinanční indexy⁶⁵. Kontrahentem OTC derivátů však mohou být pouze subjekty k tomuto účelů schválené lokálními regulátory jednotlivých členských států, které se zaváží kontrakt kdykoliv rozvázat a vyplatit jeho spravedlivou tržní hodnotu, pokud o to fond kolektivního investování požádá, čímž je zajištěna dostatečná likvidita těchto kontraktů. Musí být také zajištěno jejich pravidelné oceňování a stanovení míry rizika a jeho vlivu na celé portfolio fondu.

Fondy jsou taktéž omezeny co se týče „prodeje nakrátko“ (short selling). Nemohou spekulovat na pokles ceny prodejem aktiva, které nevládní, což je běžná praxe hedgeových fondů, tedy nemohou vstoupit do krátké derivátové pozice, aniž by mohly kontrakt okamžitě vypořádat⁶⁶. Nová směrnice 2009/65/EC označovaná jako UCITS IV pak úpravu regulace derivátů zanechává v původní podobě.

6.3.2 MiFID

Další stěžejní směrnicí je 2004/39/EC označovaná jako Markets in Financial Instruments Directive (dále jen „MiFID“), která roku 2007 nahradila směrnicí 93/22/EEC, neboli Investment Services Directive (dále jen „ISD“). Snahou směrnice je opět harmonizovat finanční trhy v jednotlivých členských státech. Do působnosti MiFID pak spadají subjekty poskytující investiční služby, které při splnění podmínek daných směrnicí pod dozorem lokálních regulátorů jednotlivých členských států získají jednotný evropský pas pro poskytování služeb ve všech členských státech Evropské unie. Zatímco ISD se vztahovala pouze na poskytovatele investičních služeb, a to co se týče finančních futures, úrokových

⁶⁵ LAVEN. *The Definitive Guidebook to UCITS IV Funds* [online]. Laven Partners, c2011 [cit. 24.11.2012], str. 55. Dostupný z WWW: <<http://www.lavenpartners.com/wp-content/uploads/2011/05/Laven-Definitive-Guidebook-to-UCITS-IV-Funds.pdf>>.

⁶⁶ SIMMONS & SIMMONS. *UCITS and Derivatives* [online]. Simmons & Simmons, c2004 [cit. 24.11.2012], str. 3. Dostupný na WWW: <<http://www.simmons-simmons.com/docs/ucitsderivativesmar04.pdf>>.

forwardů (FRA), úrokových, měnových a akciových swapů a finančních opcí⁶⁷, MiFID rozšířila působnost na téměř všechny deriváty, ať už burzovní či mimoburzovní⁶⁸, tedy zejména na dosud nepokryté komoditní deriváty.

Pod pojmem investiční služby se rozumí zejména přijímání, předávání a provádění pokynů klientů ohledně investičních nástrojů, obchodování na vlastní účet, investiční poradenství, provozování mnohostranného obchodního systému a upisování nebo umisťování investičních nástrojů⁶⁹. Subjekty poskytující tyto investiční služby jsou pak podle směrnice povinny rozdělit své klienty na profesionální a běžné klienty a podle toho jim poskytovat asistenci v rámci nabízených služeb. Pokud tak například dá běžný klient pokyn k nákupu určitého derivátu, poskytovatel investičních služeb má povinnost získat si informace ohledně jeho zkušeností a znalostí s obchodováním předmětného instrumentu, a pokud usoudí, že tento pro něj na základě zjištěných schopností není vhodný, má povinnost ho na to upozornit⁷⁰. Obdobě jsou poskytovatelé povinni při provádění pokynů klienta činit tak v jeho nejlepším zájmu s ohledem na cenu instrumentu, náklady, rychlost, pravděpodobnost úspěchu či jiné relevantní faktory⁷¹, tedy využívat svých znalostí ve prospěch svého klienta, což je v případě komplexních derivátových kontraktů pro obchodníky zjevným přínosem. Poskytovatelé pak navíc musí za účelem vyšší transparentnosti trhu zveřejňovat ceny a objemy realizovaných obchodů, čímž dochází k přiblížení OTC derivátů směrem k derivátům burzovním.

6.3.3 MiFID II/MiFIR

Snaha zajistit vyšší transparentnost a nižší rizikovost mimoburzovních derivátů ovlivňovala evropskou legislativu i v následujících letech, a to zejména v souvislosti s nestabilitou trhů, která se projevila v průběhu finanční krize roku 2008. Iniciativy se opět chopila Evropská Komise, která 20. října 2011 představila návrh nové legislativy ohledně trhů s finančními instrumenty. Tentokrát ale zvolila jako prostředek nejen směrnici, která nahrazuje původní MiFID (dále jen „MiFID II“), ale také přímo aplikovatelné nařízení Markets in Financial Instruments Regulation (dále jen „MiFIR“).

Zatímco MiFID se v oblasti regulace organizovaných trhů, u kterých vyžadovala zvláštní autorizaci a řízení, zaměřovala pouze na regulované trhy, tedy burzy, takzvaná mnohostranná obchodní zařízení (Multilateral trading facilities),

⁶⁷ Annex Section B *ISD*.

⁶⁸ Annex 1 Section C *MiFID*.

⁶⁹ Annex 1 Section A *MiFID*.

⁷⁰ Article 19 (5) *MiFID*.

⁷¹ Article 21 (1) *MiFID*.

tedy trhy nedosahující míry organizace skutečných burz provozované investičními společnostmi, a systematické internalizátory (Systematic Internaliser), tedy tvůrce trhu, kteří pokyny svých klientů nerealizují prostřednictvím burz, ale na vlastní účet prostřednictvím vlastních knih objednávek (order book)⁷², MiFID II se v tomto ohledu snaží jít o něco dál.

Jednotlivé OTC deriváty totiž v průběhu let dosáhly různého stupně standardizace, což umožnilo vznik více či méně organizovaných trhů, na kterých mohou být obchodovány. Evropská Komise tak směrnicí MiFID projevila vůli regulovat i tyto mimoburzovní trhy. Jejich společným znakem je způsob, jakým jsou objednávky vyřizovány. Pokud subjekt vloží pokyn k nákupu či prodeji, tento je vyřízen prostřednictvím automatického systému, tedy bez přímého vlivu provozovatele tohoto systému. Vedle toho ale existují i trhy, které nová směrnice MiFID II označuje jako organizovaná tržní zařízení (Organised Trading Facilities), na kterých má provozovatel určitou diskreci vzhledem k tomu, jak bude pokyn proveden, tedy poskytuje klientovi své služby za účelem optimálního provedení tohoto pokynu⁷³. I tato zařízení mají nově spadat do působnosti MiFID II, čímž by mělo dojít k regulaci všech organizovaných trhů na území Evropské unie.

Dále MiFID II zavádí zvláštní regulaci co se týče komoditních derivátů. Orgány Evropské unie zřejmě usuzují, že trh s komoditními deriváty nefunguje zcela efektivně a je třeba v této situaci přijmout určitá opatření. Mezi ně patří zejména povinnost členských států zajistit, aby provozovatelé všech organizovaných trhů aplikovali limity na otevřené komoditní derivátové pozice za účelem podpory likvidity, zabránění zneužívání trhu a zajištění řádného oceňování instrumentů⁷⁴. Dále jsou provozovatelé organizovaných trhů povinni pravidelně publikovat stav otevřených pozic komoditních derivátů, emisních povolenek či derivátů z nich, kategorizovaný podle jednotlivých skupin účastníků trhů⁷⁵. V nové úpravě by také měla být vyloučena výjimka, podle které se směrnice nevztahovala na subjekty, jejichž činnost spočívala zejména v obchodování s komoditami a jejich deriváty na vlastní účet⁷⁶. Komoditním derivátům tak bude nejen odebráno výsostné postavení mezi ostatními deriváty, ale zároveň oproti nim bude na jejich regulaci kladen znatelně vyšší důraz.

Směrnice MiFID II je pak v některých směrech doplněna nařízením MiFIR, a to zejména ve vztahu OTC derivátů a organizovaných trhů. Nařízení ukládá

⁷² Article 4 (14), (15), (7) *MiFID*.

⁷³ Explanatory Memorandum 3.4.1. *Proposal for MiFID II* [online]. European Commission, c2011 [cit. 24.11.2012]. Dostupný z WWW: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0656:FIN:EN:PDF>>.

⁷⁴ Article 59 *Proposal for MiFID II*.

⁷⁵ Article 60 *Proposal for MiFID II*.

⁷⁶ Article 2 (1) (k) *MiFID*.

povinnost obchodovat tyto deriváty, které dosahují dostatečné míry standardizace, pouze prostřednictvím burz, mnohostranných obchodních zařízení či organizovaných obchodních zařízení⁷⁷. Je takto projevována snaha přesunout co největší množství OTC derivátů na trhy, na kterých nad nimi díky nové směrnici může být vykonáván dohled. Mělo by se jednat o deriváty dostatečně likvidní a schopné být vypořádány skrze clearingové domy⁷⁸. Podmínka vypořádání skrze clearingové domy pak vychází z dalšího důležitého nařízení 648/2012, které má do budoucna značně ovlivnit derivátové trhy. Toto nařízení nese označení European Market Infrastructure Regulation (dále jen „EMIR“). Specifický výčet těchto derivátů ale nabídne až technické standardy vypracované Evropským orgánem pro cenné papíry a trhy (European Securities and Markets Authority)⁷⁹.

Evropskému orgánu pro cenné papíry a trhy je navíc nařízením MiFIR propůjčena rozsáhlá pravomoc přímo zasahovat do realizovaných derivátových obchodů. Na základě informací o účelu derivátové pozice a jejího rozsahu, které je oprávněn požadovat od jakéhokoliv subjektu, může vyžadovat omezení této pozice či dokonce do budoucna zakázat uzavírat jakékoliv komoditní derivátové kontrakty, pokud lokální autority nedokázaly dostatečně snížit riziko hrozící stabilitě unijního finančního trhu, které z těchto kontraktů plyne⁸⁰.

6.3.4 EMIR

Nařízení EMIR bylo vypracováno na základě závazku převzatého Evropskou unií na zasedání G20 roku 2009. Je zaměřeno cíleně na transparentnost a stabilitu trhů s OTC deriváty. Základním kamenem tohoto nařízení je snížení úvěrového rizika subjektů, které vystupují jako strany derivátových kontraktů. Tyto sice v některých případech dobrovolně využívají služeb clearingových domů, u kterých jsou povinny poskytnout marži při uzavření obchodu a nadále ji doplňovat na základě vývoje podkladové proměnné v průběhu času, čímž se pojišťují proti úvěrovému selhání kontrahenta, ale dochází k tomu převážně pouze v případě jednoduchých úrokových derivátů a swapů úvěrového selhání⁸¹. EMIR nově ukládá povinnost vypořádání prostřednictvím autorizovaných clearingových domů pro širší okruh OTC derivátů, přičemž připravit jejich výčet je opět odpovědností

⁷⁷ Article 24 (1) *Proposal for MiFIR* [online]. European Commission, c2011 [cit. 24.11.2012]. Dostupný z WWW: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0652:FIN:EN:PDF>>.

⁷⁸ ISDA. *MiFID/MiFIR and Transparency for OTC derivatives* [online]. ISDA, c2012 [cit. 26.11.2012], str. 5. Dostupný na WWW: <<http://www2.isda.org/mifid/page/2>>.

⁷⁹ Article 26 (1) (a) *Proposal for MiFIR*.

⁸⁰ Article 35 *Proposal for MiFIR*.

⁸¹ ISDA. *MiFID/MiFIR and Transparency for OTC derivatives* [online]. ISDA, c2012 [cit. 26.11.2012], str. 4. Dostupný na WWW: <<http://www2.isda.org/mifid/page/2>>.

Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy⁸², který k tomuto účelu publikuje technické normy. V jednotlivých případech tak učiní buď z vlastní iniciativy⁸³, či na základě podnětu příslušného lokálního orgánu, který povolí určitému clearingovému domu provádět clearing dané kategorie OTC derivátů⁸⁴. V každém případě však před předložením technických norem o povinnosti clearingů Evropské Komisi musí dojít k veřejným konzultacím a konzultacím s Evropskou radou pro systemická rizika (European Systemic Risk Board).

Regulace podle EMIR však nekončí pouze u těch derivátů, které budou vybrány k povinnému clearingů. Ostatní OTC deriváty, respektive strany těchto kontraktů budou mít povinnost dosahovat určitého stupně managementu rizik. Budou tak muset zajistit, aby byly zavedeny vhodné postupy a systémy pro měření, sledování a zmírňování operačního a úvěrového rizika protistrany, tedy zejména na denní bázi oceňovat hodnotu smluv, tyto smlouvy uzavírat pokud možno elektronicky a zejména pak umožňovat včasnou a přesnou výměnu kolaterálu zajišťujícího smlouvu, případně držet dostatečné množství kapitálu pro krytí rizik spojených s kontrakty, které nejsou kryty výměnou kolaterálu⁸⁵.

Bez ohledu na povinnost využít clearingových domů k vypořádání kontraktů podléhají všechny OTC deriváty oznamovací povinnosti. Strany kontraktů i clearingové domy tak budou mít povinnost informovat registr obchodních údajů o každém uzavření, změně nebo ukončení těchto kontraktů, a to nejpozději následující pracovní den po předemné události. Mezi poskytnutými informacemi je třeba uvést strany kontraktu, stejně jako jeho typ, podkladovou proměnnou, splatnost a teoretickou hodnotu⁸⁶.

⁸² Article 5 (2) *EMIR*.

⁸³ Article 5 (3) *EMIR*.

⁸⁴ Article 5 (1) *EMIR*.

⁸⁵ Article 11 *EMIR*.

⁸⁶ Article 9 *EMIR*.

7 Deriváty v českém právním řádu

Evropská legislativa má na české právní prostředí stále větší vliv a jak bylo ukázáno v předešlém výkladu, tento vliv sílí i v oblasti derivátových kontraktů. Výsledku implementace relevantních směrnic a nařízení a zejména samostatnému přístupu českého práva k vymezení povahy a užití derivátů se bude věnovat tato rozsáhlá kapitola.

7.1 Zákon o podnikání na kapitálovém trhu

S nejucelenější úpravou derivátů se v českém právním řádu setkáváme v zákoně č. 265/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen „ZPKT“), který v ustanovení § 3 definuje, co se pro účely tohoto zákona rozumí investičními nástroji. Vedle investičních cenných papírů, cenných papírů kolektivního investování a nástrojů peněžního trhu tak vyjmenovává několik kategorií, které reprezentují derivátové kontrakty:

- 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 určené pro obchodní účely a mají znaky jiných derivátových investičních nástrojů; zejména jde o ty, které jsou zúčtovány a vypořádány prostřednictvím vypořádacího systému nebo je jejich součástí dohoda o výzvě k doplnění zajištění,*
- 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.“*

Zákon kazuisticky zmiňuje jednotlivé druhy derivátů jako opce, futures, swapy a forwardy, přičemž tento výčet rozšiřuje o obecnější definici obdobných nástrojů. Derivát je zde chápán jako nástroj, jehož hodnota se vztahuje k určité podkladové proměnné, a z kterého vyplývá právo na vypořádání v penězích nebo právo na dodání majetkové hodnoty, k níž se jeho hodnota vztahuje, pokud tato majetková hodnota existuje.

Tato definice je však pouhou generalizací obsahu ustanovení § 3 ZPKT. To se specificky vztahuje pouze na některé skupiny derivátů, které je třeba dohledat v jednotlivých písmenech. Podle písmene d) se zákon o podnikání na kapitálovém trhu jednoduše aplikuje na všechny finanční deriváty, ať už jsou vypořádány v penězích či fyzicky, tedy dodáním podkladové majetkové hodnoty. Naproti tomu komoditním derivátům je věnováno více prostoru a jejich pojetí je již značně složitější. Pod písmenem g) nalézáme komoditní deriváty, které musí, či po volbě jedné ze stran mohou, být vypořádány pouze v penězích. V písmenech h) a i) se pak hovoří o komoditních derivátech, které zakládají právo k fyzickému vypořádání, ale pouze pokud je s nimi obchodováno na organizovaném trhu, mají být vypořádány skrze clearingový dům či podléhají povinnosti k doplnění marže, tedy k doplnění zajištění. Ostatní komoditní deriváty, tedy OTC deriváty plně vystavené úvěrovému riziku, které zakládají právo na dodání podkladové komodity a které jsou určeny k obchodním účelům, do působnosti zákona nespádají. Pod písmeny j) a k) se skrývá kategorie ostatních derivátů, jako jsou deriváty na klimatické ukazatele nebo emisní povolenky a deriváty na jiné majetkové hodnoty, práva, závazky, indexy a kvantitativně vyjádřené ukazatele. Do zvláštní kategorie pod písmenem e) jsou pak zařazeny úvěrové deriváty a pod písmenem f) se nacházejí finanční rozdílové smlouvy.

Finanční rozdílové smlouvy jsou zvláštním druhem derivátů, o kterém nebylo přesněji pojednáno v kapitole 4. Jedná se o nestandardizovaný a převážně

mimoburzovní instrument. V podstatě jde o kontrakt podobný forwardům či futures, uzavřený mezi obchodníkem s cennými papíry a jeho zákazníkem, ze kterého vyplývá právo na vypořádání v penězích. Není v něm ovšem sjednána žádná hodnota, která by sloužila v čase vypořádání kontraktu k určení zisku nebo ztráty. Touto hodnotou je jednoduše hodnota podkladového aktiva v čase uzavření kontraktu. Následný vývoj pak okamžitě determinuje zisk, který se obvykle vyplácí každý obchodní den. Kontrakt navíc není uzavřen k určitému datu, tedy subjekt může držet svou pozici do té doby, dokud se ho jednoduše nerozhodne ukončit.

Úvěrovým derivátům je stejně jako v kapitole 4.5 věnován samostatný oddíl. Jejich podstata je natolik odlišná od ostatních derivátů, že obecná definice zakládající se na hodnotě nástroje odvozené od hodnoty podkladové proměnné není dostatečná. Jejich definičním znakem je pak jednoduše přenos úvěrového rizika.

Znění tohoto ustanovení zákona o podnikání na kapitálových trzích však není arbitrární volbou českých zákonodárců. Celý zákon zapracovává příslušné předpisy Evropské unie, mezi něž patří i směrnice MiFID. Uvedené ustanovení § 3 odst. 1 ZPKT je tak mírně přepracovanou obdobou ustanovení této směrnice⁸⁷ a definici derivátů tak pouze přebírá a implementuje.

7.2 Zákon o dohledu v oblasti kapitálového trhu

Se zákonem o podnikání na kapitálovém trhu úzce souvisí zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu. Jeho předmětem je úprava působnosti a pravomoci České národní banky při výkonu dohledu nad kapitálovým trhem a práv a povinností subjektů na těchto trzích působících⁸⁸.

Název tohoto zákona však pochází až z roku 2006, kdy nabyl účinnosti zákon č. 57/2006 Sb. Do té doby nesl původní označení zákona o Komisi pro cenné papíry (dále jen „ZKCP“). V původním znění tedy na základě tohoto zákona vznikl nový správní úřad Komise pro cenné papíry, který měl vykonávat státní dozor v oblasti kapitálového trhu, v čemž měl nahradit dosavadní kontrolu Ministerstva financí⁸⁹. Státní dozor byl vykonáván zejména nad obchodníky s cennými papíry a institucionálními investory⁹⁰, tedy nad bankami, investičními společnostmi a fondy, penzijními fondy a pojišťovnami, co se týče obchodů s investičními

⁸⁷ Annex 1 Section C *MiFID*.

⁸⁸ ust. § 1 zákona č. 15/1998 Sb., ve znění pozdějších předpisů.

⁸⁹ KLÁŠTERECKÝ, Jan. D. *Dohled nad kapitálovým trhem... dnes ČNB* [online]. Internet info, c1998-2012 [cit. 26.11.2012]. Dostupný z WWW: <<http://trhy.mesec.cz/clanky/dohled-nad-kapitalovym-trhem-dnes-cnb/>>.

⁹⁰ ust. § 15 odst. 1 zákona č. 15/1998 Sb., v původním znění.

instrumenty⁹¹. Investičními instrumenty se pak vedle cenných papírů a penězi ocenitelnými právy s nimi spojenými rozuměla i samostatná skupina derivátů⁹². Tyto pak byly definovány odkazem na zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech (dále jen „ZCP“).

7.3 Zákon o cenných papírech

Zákon o Komisi pro cenné papíry ve své části třetí v mnoha ohledech pozměňoval zákon o cenných papírech tak, aby jeho znění vyhovovalo kompetencím nově zřízené Komise. Zákon tak v ustanovení § 31 měnil stávající ustanovení zákona o cenných papírech a přidával ustanovení nová. Nově se tedy objevilo ustanovení § 8a ZCP, které deriváty vymezovalo takto:

- (1) *„Deriváty se pro účely tohoto zákona rozumí penězi ocenitelná a převoditelná práva a závazky odvozené z cenných papírů nebo vztahující se ke zboží, které je předmětem obchodování na komoditních burzách, z české měny a zahraničních měn, úrokových měr a kurzových indexů a ze smluv o nich.*
- (2) *Za obchodování s deriváty se pro účely tohoto zákona považuje*
- a) koupě a prodej derivátu na vlastní účet pro jiného,*
 - b) obstarání koupě nebo prodeje derivátu.“*

Tato úprava neužívala obvyklých výrazů jako instrument či kontrakt, ale zaměřila se přímo na práva a závazky z nich plynoucí. Postačující podmínkou pak měla být odvozenost penězi ocenitelných a převoditelných práv a závazků od vyjmenovaných podkladových proměnných. Byla tak zvolena velice zajímavá dikce, která nevyžaduje odvozenost hodnoty těchto práv a závazků od podkladové proměnné, jak je tomu například podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu, ale odvozenost přímo těchto práv a závazků. V důsledku je tato definice velice obšírná a navíc nepříliš šťastná, jelikož takto bychom pod deriváty zařazovali například i akcionářské právo na vyplacení dividendy. Toto právo je samostatně převoditelné, je penězi ocenitelné a je odvozené od podkladového cenného papíru. Zároveň ale hodnota práva na vyplacení dividendy nemusí nijak korespondovat s hodnotou podkladové akcie. Hodnota takového derivátu by pak nebyla přímo odvozena od ceny akcie, která by na sekundárním trhu mohla libovolně růst a klesat, aniž by to ovlivnilo hodnotu konkrétní dividendy. Toto pojetí tedy vybočuje z rámce, jak jsou deriváty obecně vnímány.

Nové znění zákona o cenných papírech z roku 1998 se zároveň věnovalo pouze určitým druhům derivátových kontraktů, a to derivátům na cenné papíry, měnovým a úrokovým derivátům a derivátům na zboží, které je předmětem

⁹¹ ust. § 5 odst. 2 zákona č. 15/1998 Sb., v původním znění.

⁹² ust. § 5 odst. 1 písm. d) zákona č. 15/1998 Sb., v původním znění.

obchodování na komoditních burzách. Tato poslední skupina je svým pojetím velice matoucí, jelikož v důsledku nerozděluje komoditní deriváty na burzovní a mimoburzovní, ale pouze samotné komodity. Do působnosti zákona tak spadá i OTC derivát na olovo, přičemž shodný derivát na železnou rudu již nikoliv⁹³. Poslední skupina derivátů na kurzové indexy je pak již zcela nejasná, jelikož ustanovení tento pojem nijak nevysvětluje.

Uvedené problémy a nejasnosti zřejmě zavedly snaze zákonodárců nalézt vhodnější přístup, jak se s problematikou derivátů vyrovnat. Zákonem č. 362/2000 Sb. bylo ustanovení § 8a ZCP novelizováno, tedy po pouhých 2 letech účinnosti této normy. Toto se již nevěnovalo pouze derivátům, ale uvádělo definici, která byla dosud obsažena v zákoně o Komisi pro cenné papíry, široké skupiny investičních instrumentů, jichž se týkají investiční služby poskytovatelů na kapitálovém trhu. Samotným derivátům byl pak věnován pátý odstavec:

„Deriváty se rozumí penězi ocenitelná práva a závazky, jejichž hodnota se vztahuje k cenným papírům nebo je odvozena z cenných papírů, komodit, měn, jiných majetkových hodnot, úrokových měr, kurzových indexů nebo jakýchkoliv jiných faktorů stanovených pro tento účel a ke smlouvám nebo ze smluv o nich.“

Nová úprava tedy napravila největší problém dosavadního znění, tedy vztah mezi derivátem a jeho podkladovou proměnnou. Nyní již od ní nebyla odvozena práva a závazky samotné, ale pouze jejich hodnota, což lépe vystihovalo podstatu derivátového kontraktu. Krucíální je taktéž změna výčtu podkladových proměnných, který již neukládal podmínku obchodování komodit na burzách, a zejména pak jeho rozšíření o jiné majetkové hodnoty a faktory. Tímto byla definice otevřena novým druhům derivátových kontraktů, jejichž podkladové proměnné nelze jednoduše pojmut taxativním výčtem. Tato definice tedy je tím nejlepším, co nám český právní řád v oblasti derivátů kdy nabídl.

Vedle obecné definice ale ustanovení § 8a ZCP ve svém prvním odstavci explicitně vyjmenovávalo i některé deriváty v rámci seznamu investičních instrumentů. Poskytovatelé služeb spojených s těmito instrumenty potřebovali ke své činnosti povolení Komise⁹⁴, museli splňovat minimální limit základního kapitálu⁹⁵ a dodržovat pravidla jednání stanovená zákonem o cenných papírech ve vztahu ke svým zákazníkům⁹⁶. Vyjmenovanými deriváty byly:

⁹³ Záleží na výkladu nejasného ustanovení zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, § 8a v původním znění, ale pravděpodobně by se mělo jednat o zboží obchodované na českých komoditních burzách. V současné době by se železná ruda neobchodovala na Komoditní burze Praha <www.kbp.cz> [cit. 24.11.2012], ani na Českomoravské komoditní burze Kladno <www.cmkbk.cz> [cit. 24.11.2012].

⁹⁴ ust. § 45 odst. 1 zákona č. 591/1992 Sb., ve znění zákona č. 362/2000 Sb.

⁹⁵ ust. § 46c zákona č. 591/1992 Sb., ve znění zákona č. 362/2000 Sb.

⁹⁶ ust. § 47b zákona č. 591/1992 Sb., ve znění zákona č. 362/2000 Sb.

- d) „*finanční termínové smlouvy (futures), včetně rovnocenných instrumentů, z nichž vyplývá právo na vypořádání v penězích,*
- e) *úrokové termínové smlouvy (FRA),*
- f) *úrokové a devizové swapy a swapy na akcie a akciové indexy (equity swaps), a*
- g) *nákupní a prodejní opce týkající se investičního instrumentu, včetně rovnocenných instrumentů, ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích; těmi se rozumí zejména devizové a úrokové opce.“*

Ač ustanovení přímo odkazuje na finanční futures, ve smyslu „rovnocenných instrumentů“ se bude tento bod zřejmě vztahovat i na finanční forwardy, pokud jsou vypořádány v penězích. Složitější je ale již otázka, zdali termínové kontrakty s jiným než finančním podkladovým aktivem také spadají do kategorie „rovnocenných instrumentů“. Pokud nikoliv, celá skupina komoditních derivátů by tak byla vyloučena z kategorie investičních instrumentů. Obdobně zkratka FRA, neboli forward rate agreement, se vztahuje pouze k mimoburzovním derivátům, ač pod úrokovými termínovými smlouvami by se pravděpodobně měly skrývat i burzovní úrokové deriváty. Podkladovými aktivy swapů a opcí pak mohly být zejména devizy, úrokové míry a investiční instrumenty, přičemž v případě swapů pouze akcie a jejich indexy.

Z dikce novelizovaného ustanovení zákona o cenných papírech je zjevný důraz kladený na právo na vypořádání v penězích. Investičními instrumenty podle tohoto zákona a potažmo i podle zákona o Komisi pro cenné papíry, který na něj odkazoval, tedy instrumenty podléhající státnímu dozoru Komise, nebyly derivátové kontrakty zavazující k dodání podkladového aktiva. S tímto přístupem se ovšem nesetkáváme poprvé. Čeští zákonodárci tak následovali příkladu angloamerického soudcovského práva o diferenčních kontraktech a amerických zákonů z 20. století, podle kterých termínové kontrakty se skutečným dodáním podkladového aktiva nejsou společensky ani ekonomicky závadné a není třeba je jakkoliv legislativně omezovat či regulovat. Do působnosti Komise tím pádem spadaly pouze potenciálně spekulativní deriváty s možností finančního vypořádání.

Nedostatkem dané úpravy je již zmíněné sousloví „rovnocenných instrumentů“, které vnáší nejistotu v případě aplikace této normy. Pokud by zákonodárce měl záměr, aby byl vykonáván dohled i nad komoditními deriváty, jistě by tuto čtenou skupinu explicitně zmínil a nevěnoval se jí pouhým nejasným odkazem. Lze tedy dovodit, že komodity, obdobně jako klimatické ukazatele a jiné exotické proměnné, nemohly být podkladem derivátů jako investičních instrumentů ve smyslu zákona o cenných papírech.

Jak je vidno z výše uvedeného výkladu, zákonodárce projevil od přijetí zákona o Komisi pro cenné papíry chvalitebnou snahu definovat deriváty

prostřednictvím zákona o cenných papírech, ač výsledek byl většinou rozporuplný. Této snaze ale učinil přítrž zákon č. 257/2004 Sb., který v souvislosti s přistoupením České republiky k Evropské unii a přijetím zákona o podnikání na kapitálovém trhu a zákona o kolektivním investování zredukoval ustanovení § 8a ZCP na jediný odstavec. Výčet investičních instrumentů, respektive nově investičních nástrojů, byl sice přesunut pod ustanovení § 3 ZPKT, obecná definice derivátů však z českého právního řádu nadobro vymizela. Na tento zákon je pak v účinném znění ustanovení § 8a ZCP odkazováno v souvislosti s jinými investičními instrumenty než cennými papíry⁹⁷, tedy s deriváty, na které se přiměřeně použijí ustanovení části druhé zákona o cenných papírech, tedy ustanovení o smlouvách na cenné papíry.

Ač byly deriváty po řadu let upraveny spolu s cennými papíry a v tomto zákoně se také dočkaly nejhodnější definice, zařadit je jednoznačně mezi cenné papíry by bylo chybou. Po celou dobu platnosti zákona o cenných papírech byly deriváty vyčleněny z prvního odstavce ustanovení § 1 ZCP, které cenné papíry vyjmenovává. Problémem ustanovení je ale slovo „zejména“, které uvádí výčet demonstrativní. V tomto světle tedy deriváty mezi cenné papíry obecně řadit nelze, ale toto stanovisko nemusí být absolutní. Příkladem mohou být opční listy, svou povahou deriváty, které se ve výčtu cenných papírů přesto vyskytují. Právní úpravu opčních listů pak nacházíme v obchodním zákoníku.

7.4 Obchodní zákoník

7.4.1 Opční listy

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník (dále jen „ObchZ“) se s ohledem na cenné papíry obšírně věnuje zejména akciím, v ustanovení § 217a ale navíc uvádí určité náležitosti opčních listů. Podle obchodního zákoníku může být emitentem opčních listů pouze akciová společnost. Zároveň stanoví jedinou možnou formu tohoto cenného papíru, a to cenného papíru na doručitele, tedy volně převoditelného tradicí. Může být vydán jak v listinné, tak zaknihované podobě. Do opčního listu pak může být inkorporováno právo na přednostní upsání akcií podle ustanovení § 204a ObchZ či podle ustanovení § 160 odst. 1 ObchZ, nebo právo na přednostní získání vyměnitelných a prioritních dluhopisů podle ustanovení § 160 odst. 6 ObchZ.

Opční list podle ustanovení § 204a ObchZ bude emitován v tom případě, pokud se valná hromada akciové společnosti rozhodne zvýšit základní kapitál upsáním nových akcií. Představenstvo pak stanoví lhůtu, ve které musí držitel

⁹⁷ ust. § 8a zákona č. 591/1992 Sb., ve znění pozdějších předpisů.

opčního listu uplatnit své právo na přednostní úpis inkorporované do opčního listu. Opční list ale může být zřejmě emitován až od doby, kdy se přednostní právo stane samostatně převoditelným. K tomu dochází zapsáním usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku⁹⁸. Opční list je tedy logicky existenčně závislý na předchozím rozhodnutí o zvýšení základního kapitálu a neuplatnění přednostního práva nemá na dokončení emise v rozsahu tohoto zvýšení žádný vliv.

Rozdílně je tomu v případě opčních listů u prioritních dluhopisů podle ustanovení § 160 ObchZ, u kterých valná hromada rozhoduje o podmíněném zvýšení základního kapitálu v rámci usnesení o vydání těchto dluhopisů⁹⁹. Hovoří se o podmíněném zvýšení, jelikož po uplynutí doby k uplatnění práv z opčních listů podá představenstvo návrh na zápis výše základního kapitálu do obchodního rejstříku pouze v rozsahu uplatněných přednostních práv¹⁰⁰, tedy uplatněných opčních listů. Účastnit se emise akcií na základě podmíněného zvýšení základního kapitálu tedy není umožněno nikomu jinému než majitelům opčních listů.

Zvláštní skupinu pak tvoří opční listy podle ustanovení § 160 odst. 6 ObchZ, které jsou nositeli práva k přednostnímu získání nově emitovaných vyměnitelných a prioritních dluhopisů. Podkladovým aktivem tedy již zjevně nejsou akcie ale dluhopisy, přičemž tyto nadále samy o sobě opravňují k přednostnímu upsání akcií či jejich výměně za akcie. K uplatnění přednostního práva podle ustanovení § 160 odst. 1 ObchZ totiž sice může být vydán opční list, ale není to povinností akciové společnosti, přičemž toto právo může zůstat inkorporováno v prioritním dluhopisu. Obdobně vyměnitelný dluhopis sám o sobě opravňuje k jeho budoucí výměně za akcie společnosti. Pokud ovšem označíme opční listy za deriváty, není žádného důvodu neučinit tak i v případě těchto dluhopisů, které jsou nositeli stejných oprávnění. Nejpřesnějšího vymezení by je jim pravděpodobně dostalo ve světle čl. 10 IAS 39, podle kterého by se jednalo o hybridní nástroj, jehož složkou je vložený derivát. Podle tohoto pojetí by pak opční listy na vyměnitelné a prioritní dluhopisy byly velice specifickým instrumentem, a to deriváty na deriváty. Vše ovšem stojí na premise subsumpce opčních listů pod derivátové kontrakty.

Charakteru derivátu dosahuje opční list zejména v tom ohledu, že jeho majitel může v budoucnu získat akcie nebo dluhopisy za emisní kurz, který je stanoven v době emise opčního listu. Je tedy splněn derivátový atribut budoucího vypořádání. Dále je hodnota opčního listu odvislá od hodnoty podkladové proměnné, tedy od hodnoty cenných papírů, která v době existence práva může růst nebo klesat. Pokud bude například cena akcie stoupat, bude samozřejmě

⁹⁸ ust. § 204a odst. 3 zákona č. 513/1991 Sb., ve znění pozdějších předpisů.

⁹⁹ ust. § 160 odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb., ve znění pozdějších předpisů.

¹⁰⁰ ust. § 207 odst. 6 zákona č. 513/1991 Sb., ve znění pozdějších předpisů.

stoupat i hodnota instrumentu, který umožňuje její levný nákup. Nakonec se opční listy obchodují za zlomek ceny samotných akcií nebo dluhopisů a emisní kurz je splacen až uplatněním práv z nich plynoucích, tedy primární investice je nízká oproti potenciálnímu zisku. Všechny náležitosti derivátových kontraktů jsou tedy splněny. Pokud jde o teoretické zařazení opčních listů mezi druhy derivátů zmíněných v kapitole 4, jedná se o warranty, instrumenty příbuzné opcím.

7.4.2 Smlouvy o derivátových kontraktech

Ustanovení o opčních listech ovšem není jediným, kterého bude užito v souvislosti s deriváty. Jak již bylo zmíněno, podle ustanovení § 8a ZCP se na deriváty přiměřeně použijí ustanovení části druhé tohoto zákona, tedy ustanovení o smlouvách o cenných papírech. Podle ustanovení § 13 odst. 1 ZCP se smlouvy o úplatném převodu cenných papírů, tedy i derivátů, řídí úpravou kupní smlouvy v obchodním zákoníku, tedy ustanoveními § 409 až § 475 ObchZ, pokud ze zákona o cenných papírech nebo z povahy věci nevyplývá něco jiného. Podle ustanovení § 16a odst. 3 ZCP se závazkové vztahy plynoucí z úplatné půjčky derivátů řídí ustanoveními části III. obchodního zákoníku. Smlouvy o obstarání koupě a prodeje derivátů mají podle ustanovení § 28 ZCP povahu komisionářských smluv či podle ustanovení § 33 ZCP povahu mandátních smluv a řídí se korespondujícími ustanoveními obchodního zákoníku, pokud zákon o cenných papírech nestanoví jinak. Obdobně je tomu u smluv o zprostředkování koupě nebo prodeje derivátů podle ustanovení § 33 ZCP a jejich správě podle ustanovení § 36 ZCP. Sám obchodní zákoník pak v ustanovení § 261 odst. 3 písm. c) označuje všechny závazkové vztahy z úplatných smluv týkajících se cenných papírů a jejich zprostředkování za absolutní obchodní závazkové vztahy, tedy za vztahy, které podléhají úpravě obchodního zákoníku bez ohledu na povahu jejich subjektů, tedy bez ohledu na jejich podnikatelskou činnost. Toto tvrzení by se dalo očividně vztáhnout i na všechny úplatné smlouvy o derivátech.

7.5 Zákon o kolektivním investování

Zmínku o derivátech také nacházíme v zákoně č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování (dále jen „ZKI“), jehož předmětem je zejména zapracování směrnice 2009/65/EC známou pod označením UCITS IV do českého právního řádu, tedy úprava činnosti fondů kolektivního investování. Zákon na základě zmíněné směrnice umožňuje fondům investovat do určitých derivátů, přičemž za tímto účelem zavádí vlastní definice. Podle ustanovení § 2 odst. 3 ZKI se derivátem podle tohoto zákona rozumí investiční nástroj uvedený v ustanovení § 3 odst. 1 písm. d) až k) ZPKT. Jedná se tedy jednoduše o všechny druhy derivátů, kterým se

tento zákon věnuje. Vedle toho se zde ale objevuje i definice finančního derivátu, kterým jsou investiční nástroje uvedené v ustanovení § 3 odst. 1 písm. d) až f) ZPKT. V tomto případě se již jedná pouze o deriváty na finanční instrumenty a finanční ukazatele, nástroje umožňující přenos úvěrového rizika a finanční rozdílové smlouvy, o kterých jsme se krátce zmínili v kapitole 7.1.

Zařazení instrumentů podle ustanovení § 3 odst. 1 písm. d) ZPKT pod finanční deriváty se zdá být logické, spolu s úvěrovými deriváty a finančními rozdílovými smlouvami ale utvářejí velice specifickou skupinu. Termín finanční, kterým je tato skupina pojmenována, se vztahuje k charakteru závazků, které na základě derivátových kontraktů vznikají. Finanční rozdílové smlouvy a úvěrové deriváty jsou vždy vypořádány pouze v penězích, tedy nedochází k dodání podkladového aktiva. U derivátů podle písm. d) může dojít k dodání podkladové majetkové hodnoty, která je však vždy finančním instrumentem, či k vypořádání v penězích, které jsou ovšem taktéž finančním instrumentem. Tato skupina derivátů tedy reprezentuje smlouvy, kterými vznikají pouze finanční aktiva jedné účetní jednotky a zároveň finanční závazky jiné účetní jednotky. S tímto pojetím jsme se již setkali v kapitole 2.1, kde byl definován finanční nástroj. Finanční deriváty podle zákona o kolektivním investování jsou tedy finančními nástroji ve smyslu čl. 11 IAS 32, neplatí to ovšem pro všechny deriváty.

Jílek ve své monografii „Finanční a komoditní deriváty“¹⁰¹ dochází k obdobnému dělení. Je však v tomto ohledu důslednější a pod finanční instrumenty zařazuje i komoditní deriváty a ostatní deriváty, například na klimatické ukazatele, které opravňují k vypořádání v penězích, tedy k finančnímu vypořádání. Zákon o kolektivním investování tyto skupiny uvedené v ustanovení § 3 odst. 1 písm. g), j), k) ZPKT vědomě opomíjí. Jeho cílem však jistě není nabídnout definici obecnou, ale pouze takovou, která postačuje účelu tohoto zákona. Podle Jílka by pak samostatnou skupinu komoditních derivátů tvořily pouze kontrakty, z nichž právo na dodání komodity nejen vyplývá, ale rovněž se jeho uplatnění očekává.

Po vymezení derivátů a finančních derivátů se zákon o kolektivním investování dále věnuje zejména způsobu investování jednotlivých fondů. Standardní fond, tedy regulovaný fond, který splňuje požadavky práva Evropské unie¹⁰², smí investovat jen do likvidních finančních derivátů. Tyto musejí být obchodovány na organizovaných trzích s možností vypořádání v penězích, případně i mimo tyto trhy, pokud je kontrahentem instituce schválená Českou národní bankou, deriváty jsou denně oceňovány, fond je může kdykoliv zpeněžit, jejich podkladové proměnné jsou pouze finančního charakteru¹⁰³ a riziko plynoucí

¹⁰¹ JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada, 2002, str. 55.

¹⁰² ust. § 2 odst. 1 písm. d) zákona č. 189/2004 Sb., ve znění pozdějších předpisů.

¹⁰³ ust. § 26 odst. 1 písm. f), g) zákona č. 189/2004 Sb., ve znění pozdějších předpisů.

z těchto derivátů spojené s jedinou institucí nesmí překročit 10%, případně 5% hodnoty majetku fondu¹⁰⁴. Standardní fond je navíc povinen sledovat a hodnotit rizika s nimi spojená, pravidelně o nich informovat Českou národní banku a otevřené derivátové pozice nesmějí přesáhnout vlastní kapitál fondu.

Speciální fondy, které nesplňují požadavky práva Evropské unie, se dělí na fondy, které shromažďují peněžní prostředky od veřejnosti, a na fondy, které shromažďují peněžní prostředky od kvalifikovaných investorů. Do první skupiny patří speciální fondy cenných papírů, které jako jediné smějí investovat do finančních derivátů, a to za splnění stejných podmínek jako u standardních fondů. Rozdílná je pouze míra expozice vůči jedinému emitentovi finančních nástrojů, která včetně finančních derivátů nesmí překročit 35% hodnoty majetku speciálního fondu¹⁰⁵. Druhou skupinu tvoří fondy, které nejsou určeny pro širokou veřejnost, shromažďují prostředky jen od kvalifikovaných investorů, kteří jsou schopni unést vyšší míru rizika, tedy tyto fondy podléhají nižší míře regulace.

Před novelizací zákona o kolektivním investování zákonem č. 224/2006 Sb. existoval místo speciálního fondu kvalifikovaných investorů, vedle dalších speciálních fondů, speciální fond derivátů. Všechny speciální fondy směly investovat do derivátů jen za účelem zajištění, zatímco jediný speciální fond derivátů byl z tohoto omezení vyňat¹⁰⁶. I ten však musel splňovat určité limity investic do jednotlivých druhů derivátů, přičemž tyto, pokud nebyly obchodovány na organizovaných trzích, musely být opět pravidelně oceňovány a způsobilé k okamžitému zpeněžení¹⁰⁷. Naproti tomu speciální fond kvalifikovaných investorů je v investicích omezen pouze svým statutem, kde stanoví druhy majetku, do kterého bude investovat, a limity pro rozložení rizika¹⁰⁸. Kvalifikovaní investoři, mezi které patří zejména banky, obchodníci s cennými papíry a jiné investiční fondy, tak mohou kolektivně investovat i do derivátových kontraktů bez jakékoliv regulace. Tento fond pouze musí splnit obecné náležitosti fondů kolektivního investování, získat povolení České národní banky, dvakrát ročně jí poskytovat základní informace o obhospodařovaném majetku a počtu investorů¹⁰⁹ a podřídit se omezené kontrole zvoleného depozitáře.

¹⁰⁴ ust. § 28 odst. 5 zákona č. 189/2004 Sb., ve znění pozdějších předpisů.

¹⁰⁵ ust. § 49b zákona č. 189/2004 Sb., ve znění pozdějších předpisů.

¹⁰⁶ ust. § 49 odst. 6 zákona č. 189/2004 Sb., v původním znění.

¹⁰⁷ ust. § 54 odst. 2, 3 zákona č. 189/2004 Sb., v původním znění.

¹⁰⁸ ust. § 56 odst. 2 písm. d), e) zákona č. 189/2004 Sb., ve znění pozdějších předpisů.

¹⁰⁹ ust. § 57 odst. 3 zákona č. 189/2004 Sb., ve znění pozdějších předpisů.

7.6 Devizový zákon

Devizový zákon č. 219/1995 Sb. (dále jen „DZ“) se o derivátech zmiňuje pouze letmo ve výčtu devizových hodnot. Těmito se podle ustanovení § 1 písm. d) DZ rozumí peněžní prostředky v cizí měně, zahraniční cenné papíry a dále penězi ocenitelná práva a závazky od nich odvozené, pro účely tohoto zákona označované jako finanční deriváty. Toto pojetí finančních derivátů je užší než pojetí zákona o kolektivním investování. Vymezuje pouze měnové deriváty a deriváty na cenné papíry a není tak pro obecnou definici derivátů nijak směrodatné.

Zajímavé důsledky však měla historická znění devizového zákona. V původním znění ustanovení § 9 DZ mohla totiž provádět obchody s devizovými hodnotami pouze devizová místa. K provedení obchodu s finančními deriváty podle tohoto zákona bylo tedy třeba devizové licence či povolení působit jako banka. Osoby, které nebyly devizovými místy, tak mohly činit pouze na základě devizového povolení. Devizovým orgánem, který uděloval tato povolení a licence, bylo Ministerstvo financí, vykonávající působnost ve veřejné správě, a v ostatních případech Česká národní banka, která také udělovala bankovní licence podle zákona č. 21/1992 Sb., o bankách. Ustanovení § 12 DZ se pak explicitně věnovalo operacím s finančními deriváty, podle něž mohli tuzemci, kteří nebyli devizovým místem, uzavírat smlouvy o finančních derivátech a provádět obchody s nimi opět pouze na základě devizového povolení, ledaže jejich kontrahentem bylo právě devizové místo. Obchodování s finančními deriváty vázanými na zahraniční aktiva bylo tedy regulováno devizovými orgány a rozsahem povolení a licencí jimi udělovanými, a to nejen co se týče provádění obchodů jako poskytované služby, ale i samotného uzavírání derivátových kontraktů.

Jistou změnu přinesl zákon č. 362/2000 Sb., který pozměnil ustanovení § 9 DZ. V jeho druhém odstavci byla rozšířena výjimka z povinnosti být držitelem devizové licence i na obchody s finančními derivát, pokud k nim docházelo v souvislosti s poskytováním investičních služeb obchodníka s cennými papíry. Obchodník s cennými papíry musel mít podle tehdejšího znění ustanovení § 45 ZCP ke své činnosti povolení Komise pro cenné papíry, tudíž toto povolení mohlo co se týče finančních derivátů nahradit udělení licence Českou národní bankou podle devizového zákona.

Zásadní liberalizaci obchodu s deriváty na zahraniční aktiva zajistil zákon č. 482/2001 Sb., který zrušil institut devizového povolení. Tímto došlo i ke zrušení ustanovení § 12 DZ, čímž zanikla povinnost pro tuzemce, kteří nebyli devizovým místem, žádat devizové povolení k uzavírání smluv o finančních derivátech. K dalšímu výraznému oslabení vlivu devizových orgánů na derivátový trh došlo až

zákonem č. 254/2008 Sb., kterým bylo zrušeno ustanovení § 9 DZ, čímž odpadla podmínka nabytí bankovní či devizové licence k provádění obchodů s finančními deriváty, a devizový zákon se tak nadále zaměřil spíše na směnářenskou činnost.

7.7 Občanský zákoník

7.7.1 Smlouvy o derivátových kontraktech

Obdobně jako se obchodní zákoník užije na některé smlouvy o derivátech, se podle ustanovení § 8a ZCP v určitých případech aplikují ustanovení zákona č. 40/1964 Sb., občanského zákoníku (dále jen „OZ“). Je tomu tak podle ustanovení § 13 odst. 2 ZCP u smluv o bezúplatném převodu derivátů, které se řídí úpravou darovací smlouvy, tedy ustanoveními § 628 až 630 OZ. Podle ustanovení § 16a odst. 3 ZCP se závazkové vztahy z bezúplatné smlouvy o půjčce derivátů řídí ustanoveními § 657 a § 658 OZ a podle ustanovení § 39 odst. 1 ZCP se smlouvy o zastavení derivátů řídí ustanovením § 152 an. OZ, přičemž podzástavního práva nelze v jejich případě využít. Obecně jsou tedy závazkové vztahy z bezúplatných a zástavních smluv týkajících se derivátů absolutními neobchodními vztahy, tedy vztahy, které podléhají úpravě občanského zákoníku bez ohledu na povahu jejich subjektů, tedy bez ohledu na jejich podnikatelskou činnost.

7.7.2 Deriváty podle občanského zákoníku

Podle dosud zmíněných právních předpisů je možno posoudit, jak lze na derivátové kontrakty nahlížet v kontextu českého právního řádu. Tyto prameny však nejsou nijak konzistentní. Obchodní zákoník, občanský zákoník a zákon o kolektivním investování se věnují, vyjma ustanovení o opčních listech, pouze nakládání s již existujícími deriváty a možnostem jejich využití k investičním záměrům. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu již nabízí výčet některých derivátů, ale klade důraz pouze na jejich instrumentální povahu. Historická znění zákona o cenných papírech sice zmiňují deriváty jako ocenitelná práva a závazky, žádný právní předpis je však nevnímá tak, jak byly vymezeny v kapitole 2. Je opomíjen důležitý fakt, že deriváty jsou především smlouvami. Zákon o cenných papírech ve znění zákona č. 362/2000 Sb. alespoň dává tušit, že derivát jako právo či závazek vyplývá z určitého závazkového právního vztahu, a to závazkového právního vztahu smluvního. Pokud překleneme tento teoretický problém, zdali jsou deriváty smlouvami sami o sobě či pouze jejich obsahem, leží před námi otázka, jakou mají tyto smlouvy povahu a jakými právními normami by se měly řídit.

V kapitole 2.2 byl zmíněn velice zajímavý názor profesora Josefa Jílka, že deriváty jsou součástí sázek a her podle občanského zákoníku¹¹⁰. Pokud by tomu tak bylo, řídily by se ustanoveními § 845 a § 846 tohoto zákona. Kontroverznost takového pojetí plyne z faktu, že výhry ze sázek a her nelze podle ustanovení § 845 odst. 1 OZ vymáhat. Každý derivátový kontrakt by tak byl sice platný, ale soudně nevymahatelný. Výjimku by však tvořily kontrakty, jejichž stranou by podle ustanovení § 846 OZ byly výherní podniky provozované buď státem nebo na základě úředního povolení.

Nevymahatelnost her a sázek je historickým fenoménem, který se v českém právu vyskytuje již od vzniku samostatného Československa. Zřejmě z důvodu negativního dopadu hazardu na společnost byla nemožnost soudně vymáhat výhru, respektive cenu ze sázky obsažena již v ustanovení § 1267 Všeobecného zákoníku občanského, tedy zákona č. 946/1811 Sb. Obdobná právní úprava v českém právním řádu chyběla pouze od přijetí zákona č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, do jeho novelizace zákonem č. 509/1991 Sb.¹¹¹ Navíc, jak již bylo zmíněno v kapitole 6.1, tento přístup není specifikem pouze českého právního řádu.

Ve snaze posoudit, zdali lze derivátové kontrakty považovat za hry a sázky ve smyslu občanského zákoníku, je třeba vzít v potaz účel, s jakým jsou uzavírány. Pokud je jím pouhá spekulace, dalo by se konstatovat, že jde skutečně o hazard. Subjekt v tomto případě sází na příznivý vývoj podkladové proměnné, který nemůže přímo ovlivnit, s vidinou výhry, které s určitou pravděpodobností může dosáhnout. Pokud se však subjekt zajišťuje, situace je již složitější. Jelikož jako strana derivátového kontraktu svou pozici uzavírá, snaží se naopak rizika eliminovat a tím se hazardu vyhnout. Jelikož občanský zákoník hru a sázku nedefinuje, bylo by možné pomoci si zákonem č. 202/1990 Sb., o loteriích a jiných podobných hrách, kde je v ustanovení § 1 odst. 1 vymezena loterie a jiná podobná hra jako „hra, jíž se účastní dobrovolně každá fyzická osoba, která zaplatí vklad (sázku), jehož návratnost se účastníkovi nezaručuje.“ Definičním znakem hry není expozice vůči riziku, pokud tedy hráč vsadí v ruletě na červenou barvu a sníží pravděpodobnost prohry současnou sázkou na sudá čísla, povaha této druhé sázky by jistě neměla být vnímána jinak jenom proto, že jejím účelem bylo zajištění. Stejně tak nelze u subjektu zajišťujícího se derivátem brát v potaz jeho předešlé pozice. V obou případech by se tedy mělo jednat o samostatnou hru nebo sázku, jejíž návratnost se účastníkovi nezaručuje. U arbitráže je situace totožná. Účel uzavření kontraktu by tudíž neměl hrát žádnou roli.

¹¹⁰ JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada, 2002, str. 423.

¹¹¹ DVOŘÁK, Tomáš. *K některým otázkám právní úpravy sázky a hry s přihlédnutím k principu dobrých mravů 1. část*. Právník, č. 1/2001, str. 60.

Ve smyslu občanského zákoníku by tedy všechny derivátové kontrakty neměly být soudně vymahatelné, ledaže by jednou ze stran byl výherní podnik. Pojem výherní podnik opět není nijak vymezen a zákon tak nechává prostor širokému výkladu. Podmínku úředního povolení by proto mohlo naplňovat povolení České národní banky k činnosti organizátora regulovaného trhu podle ustanovení § 37 odst. 1 ZPKT. Všechny burzovní obchody by tak probíhaly v rámci licencovaného výherního podniku a byly by tímto zcela právně vymahatelné. Obdobným případem jsou i další formy organizovaných trhů, zmíněné v kapitole 6.3.3. Mnohostranný obchodní systém může být podle ustanovení § 69 odst. 1 ZPKT provozován pouze obchodníkem s cennými papíry nebo organizátorem regulovaného trhu a systematický internalizátor je sám o sobě obchodníkem s cennými papíry obchodující na vlastní účet. Jelikož i tento obchodník potřebuje ke své činnosti podle ustanovení § 5 ZPKT povolení České národní banky, všechny derivátové kontrakty uzavírané skrze organizované trhy by byly právně vymahatelné. Vyňaty by tak byly pouze nestandardní a neorganizované OTC derivátové kontrakty, jejichž úvěrové riziko by bylo navýšeno nemožností uplatnit je u soudu. Navíc podle ustanovení § 845 odst. 1 OZ by takové kontrakty, respektive pohledávky z nich plynoucí nebylo možné platně zajistit.

Přístup je to značně radikální, ale ve své podstatě zcela v souladu se snahou Evropské unie. Ta svými směrnicemi a nařízeními¹¹² zvyšuje tlak na obchodování OTC derivátů skrze organizované trhy a jejich vypořádání skrze clearingové domy, které eliminují úvěrové riziko, zvyšují stabilitu trhů a možnost dohledu nad nimi. Český právní řád by tak označením derivátových smluv za hry a sázky přesáhl rámec evropské legislativy, čímž by však dosáhl efektivnějšího naplnění jejích cílů. Navíc ve smyslu nové směrnice MiFID II, která zavádí pojem organizovaného tržního zařízení¹¹³ jako druhu organizovaného trhu, na kterém má provozovatel určitou diskreci vzhledem k tomu, jak bude pokyn jeho zákazníka proveden, by za výherní podnik podle občanského zákoníku mohl být označen každý obchodník s cennými papíry. Takto by se subjekty uzavírající OTC deriváty mohly riziku nevymahatelnosti jednoduše vyhnout sjednáním kontraktu skrze Českou národní bankou autorizovaného obchodníka.

Ve světle nové evropské legislativy se tak přístup prof. Josefa Jílka, ač mnohými autory odmítaný, zdá být legitimní a přijatelný pro derivátové trhy. Ale pouze s jednou podmínkou. Zatímco Jílek označuje za hry a sázky všechny deriváty, vhodnější pojetí by mělo brát v potaz způsob jejich vypořádání. Pokud má z dohody stran dojít k pouhému finančnímu vyrovnání v době realizace kontraktu, skutečně se jedná o sázku na nejistou budoucnost, ze které plyne právo na

¹¹² o legislativě Evropské unie ohledně derivátů více v kapitole 6.3

¹¹³ Explanatory Memorandum 3.4.1 *Proposal for MiFID II*.

vyplacení peněžní výhry. Pokud má být ale derivát vypořádán dodáním podkladového aktiva, nemůžeme již hovořit o výhře, v tomto případě nepeněžní. Dodání podkladového aktiva není závislé na předem nejistém budoucím stavu, jedná se o povinnost plynoucí ze samotné derivátové smlouvy. Ať je tržní cena k datu realizace jakákoliv, tato povinnost přetrvává, mění se pouze výhodnost celého kontraktu. Obdobně se ale může změnit výhodnost jakékoliv smlouvy, jejíž kauza není realizována okamžikem jejího uzavření. Derivátovou smlouvu o dodání podkladového aktiva tedy nelze z tohoto důvodu označit za hru či sázku.

Zásadní rozdíl mezi těmito dvěma skupinami derivátů je jejich předmět. Předmětem derivátových kontraktů s finančním vypořádáním je peněžní částka, jejíž výše a určení osoby oprávněné k jejímu přijetí je z dohody stran závislé na určité budoucí nejisté skutečnosti, ať už je jí cena ropy nebo průměrná teplota v určité oblasti. Podstatné náležitosti takové smlouvy, tedy postavení dlužníka a věřitele a výše vzniknuvší pohledávky, jsou přesně stanoveny až v čase její realizace. Takováto vazba na nejistou proměnnou by se dala označit za charakteristický znak her a sázek.

Naproti tomu předmět derivátových kontraktů s fyzickým vypořádáním je přesně vymezen v době uzavření kontraktu. Je jím určité množství podkladového aktiva. Stejně tak cena, která má být za toto aktivum zaplácena, a postavení prodejce a kupujícího jsou známi předem. Žádná složka takového kontraktu není vázána na nejistou proměnnou, tedy nevykazuje žádnou podobnost s hrami a sázkami. Naopak se nápadně podobá běžné kupní smlouvě. Jak již ale bylo zmíněno v kapitole 3.1.3, derivátový kontrakt bývá realizován v čase, který není determinován technickými okolnostmi obchodu, čímž se liší od obchodů na spotových trzích. Z ustanovení o kupních smlouvách, tedy z ustanovení § 591 OZ a ustanovení § 414 ObchZ však neplyne povinnost dodat zboží bez zbytečného odkladu, nýbrž je ponecháno na dohodě stran, kdy má k plnění dojít. Derivátové kontrakty na dodej podkladového aktiva tak zcela naplňují povahu kupních smluv. Jakých ustanovení se na jednotlivé deriváty užije pak záleží na povaze jejich stran a povaze jejich předmětu. Pokud bude kontrakt uzavřen mezi podnikateli v rámci jejich podnikatelské činnosti¹¹⁴ nebo pokud si to strany zvolí¹¹⁵, budou se na něj vztahovat ustanovení o kupní smlouvě obchodního zákoníku. V ostatních případech se bude jednat o kupní smlouvu podle občanského zákoníku. Výjimku tvoří deriváty, jejichž podkladovým aktivem je cenný papír nebo jiný druh investičního nástroje podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Tehdy se bude vždy jednat o kupní smlouvu ve smyslu obchodního zákoníku bez ohledu na

¹¹⁴ ust. § 261 odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb., ve znění pozdějších předpisů.

¹¹⁵ ust. § 262 odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb., ve znění pozdějších předpisů.

postavení jejich stran¹¹⁶. Důležitým východiskem takového pojetí je fakt, že derivátové smlouvy s fyzickým vypořádáním, respektive pohledávky z nich plynoucí, budou plně vymahatelné.

Rozdělení derivátů podle způsobu vypořádání není nijak ovlivněno reálnými dopady na jejich praktické využití. Pochází čistě z účinné právní úpravy a nebere ohled na problémy, které by nevymahatelnost některých derivátů mohla způsobit. Například Petr Dvořák¹¹⁷ používá tento fakt jako argument, proč by neměly být deriváty považovány za hry a sázky. Tvrdí, že nevymahatelnost by deriváty odsoudila k praktické nepoužitelnosti. Nejenže to není pravda, jelikož možnost uzavírat deriváty s finančním vypořádáním prostřednictvím organizovaných trhů tím není nijak omezena, zejména by ale praktické dopady neměly mít v tomto případě vliv na teoretický výklad právních norem, nýbrž pouze na přijímání právních norem nových. Dále argumentuje, že pokud bychom deriváty považovali za hry a sázky, potom bychom totéž museli konstatovat i o instrumentech jako jsou akcie, dluhopisy a apod.¹¹⁸ Toto tvrzení opět není pravdivé, jelikož předmětem akcií ani dluhopisů není peněžní částka, tedy výhra, která by připadla jednomu ze subjektů, v tomto případě emitentovi či držiteli, na základě variabilní proměnné. Hře či sázce se nejvíce přibližuje dluhopis s variabilním kupónem, jehož výnos je vázán na určitou referenční sazbu. Tento výnos může být v čase proměnlivý, ale spíše než o výhru se jedná o proměnlivou cenu peněz, kterou je emitent (dlužník) za svou půjčku povinen platit. Tato proměnná nemá žádný vliv na směr finančních toků mezi dlužníkem a věřitelem.

7.8 Nový občanský zákoník

Ať už se zdá být rozdělení derivátů podle občanského zákoníku na hry a sázky na jedné straně a kupní smlouvy na straně druhé jakkoliv konzistentním a legitimním pojetím, přítrž takovému přístupu dělá zákon č. 89/2012 Sb., tedy nový občanský zákoník v platném, dosud neúčinném znění (dále jen „NOZ“).

Nový občanský zákoník se hrám a sázkám věnuje v ustanovení § 2873 an. Chvalitebným počinem je vymezení pojmu sázka, kterou se rozumí závazek jedné strany vůči druhé plnit výhru, ukáže-li se nesprávné její tvrzení o skutečnosti neznámé nebo ukáže-li se tvrzení druhé strany o této události správným¹¹⁹. V tomto pojetí by bylo stále možné zařadit deriváty mezi hry a sázky, pokud by se tvrzení o neznámé skutečnosti vztáhlo na hodnotu podkladové proměnné, o které by strany tvrdily, že bude vyšší nebo nižší než hodnota smluvená.

¹¹⁶ ust. § 8a, § 13 odst. 1 zákona č. 591/1992 Sb., ve znění pozdějších předpisů.

¹¹⁷ DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. Vyd. 2. Praha: Oeconomica, 2008, str. 26.

¹¹⁸ *Ibid.*, str. 25.

¹¹⁹ ust. § 2873 odst. 1 zákona č. 89/2012 Sb., v původním znění.

Problém ale přinášejí ustanovení následující, a to ustanovení § 2879 a § 2880 NOZ. V nich je výslovně uvedeno, že ustanovení o sázce se nepoužijí na smlouvy o dodání movité věci, které mají být vypořádány zaplacením rozdílu mezi smluvenou a tržní cenou, a na všechny smlouvy, jejichž předměty jsou investiční nástroje podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Smlouva o dodání movité věci ale musí být sjednána pouze v souvislosti s podnikáním a smlouva o investičním nástroji pouze mezi podnikateli. Obecná exempce z her a sázek pak platí pro všechny smlouvy uzavřené na organizovaných trzích.

Je zjevné, že zmíněné výjimky mají snahu vyloučit nevymahatelnost derivátových kontraktů. Podle nového občanského zákoníku totiž výhru ze sázky, která nebyla vydána dobrovolně, nelze stále soudně vymáhat¹²⁰. Z jakého důvodu ale zákonodárce zvolil uvedené znění výjimek není zcela jasné. Důvodová zpráva v tomto ohledu pouze zmiňuje, že snahou nové úpravy je vyloučit aplikaci ustanovení o sázkách pro diferenční a burzovní obchody¹²¹. Tato snaha se v novém občanském zákoníku projevila tím, že vyloučeny nebudou pouze smlouvy uzavřené na regulovaném trhu, tedy na burze, ale i prostřednictvím mnohostranného obchodního systému. Takový přístup je žádoucí a v souladu s kapitolou 7.7.2, podle níž každý organizovaný trh povolený Českou národní bankou zprostředkovává vymahatelné kontrakty.

Diferenční kontrakty byly však pojaty již poněkud méně konzistentně. Vymahatelný má být každý derivátový kontrakt, jehož podkladovým aktivem je investiční nástroj podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu, a to bez ohledu na způsob jeho vypořádání. Jedná se tedy o všechny deriváty na investiční cenné papíry, cenné papíry kolektivního investování, nástroje peněžního trhu a deriváty. Mezi ostatní diferenční kontrakty, na které se nevztahují ustanovení o sázkách, pak patří pouze deriváty, jejichž podkladovým aktivem je movitá věc. Ač ustanovení § 2879 NOZ zjevně odkazuje na komoditní deriváty, podle ustanovení § 1 odst. 2 ZCP se na všechny cenné papíry vztahují ustanovení o věcech movitých, tedy vymahatelné budou i všechny finančně vypořádané deriváty na cenné papíry neobchodovatelné na kapitálovém trhu, které nejsou investičními cennými papíry.

Pokud ale zůstaneme u komodit, nabízí se otázka, z jakého stavu zákonodárce vycházel. Když zavádí exempci pouze pro diferenční kontrakty, pak musel považovat deriváty s fyzickým vypořádáním buď za vymahatelné kupní smlouvy a tím pádem se jim v rámci her a sázek více nevěnoval, nebo měl za cíl

¹²⁰ ust. § 2874 zákona č. 89/2012 Sb., v původním znění.

¹²¹ *Důvodová zpráva* k zákonu č. 89/2012 Sb. [online]. Ministerstvo spravedlnosti ČR, c2012 [cit. 28.11.2012]. Dostupný z WWW: <http://obcanskyzakonik.justice.cz/tinymce-storage/files/DZ_NOZ_89_%202012_Sb.pdf>.

ponechat je podle vzoru Josefa Jílka¹²² jako hry a sázky nevymahatelné. Druhá možnost se zdá být nepravděpodobná, proto lze konstatovat, že stav právní povahy derivátů je před nabytím účinnosti nového občanského zákoníku podle zákonodárce takový, jaký byl popsán v kapitole 7.2.2.

Nová právní úprava však ve snaze vyloučit diferenční kontrakty z aplikace ustanovení o sázkách otevírá nové otázky. Zejména proč se věnuje pouze smlouvám uzavřeným v souvislosti s podnikáním či mezi podnikateli. Nejspíše pouze podnikatelé mohou využít deriváty k prospěšným cílům a nepodnikající subjekty jejich prostřednictvím pouze spekulují, jelikož se teoreticky nevystavují žádným rizikům, proti kterým by se mohli zajistit, tedy pouze hazardují. Proč ale může podnikatel uzavřít derivát na investiční nástroj mimo rámec své podnikatelské činnosti, zatímco na movitou věc nikoliv, zůstává nezodpovězeno.

Zároveň pokud je některým derivátům udělena exempce z her a sázek, a contrario by mezi ně deriváty explicitně neuvedené měly nadále spadat. Není jisté, zdali to bylo záměrem zákonodárce či opomenutím, ale existují skupiny derivátových kontraktů s finančním vypořádáním, kterým se nový občanský zákoník v ustanovení § 2873 an. nevěnuje. Jedná se zejména o deriváty s podkladovou proměnnou, která není aktivem, přesněji která není movitou věcí ani investičním nástrojem. Podle nového občanského zákoníku zůstávají sázkami úrokové a úvěrové deriváty, stejně tak deriváty vázané na jakýkoliv kurz, index nebo jiný kvantitativně vyjádřený ukazatel.

7.8 Zákon o pojistné smlouvě

Ač se zákon č. 37/2004 Sb., o pojistné smlouvě (dále jen „ZPS“), explicitně o derivátech nezmiňuje, teoreticky by na jejich právní povahu mohl mít určitý vliv. V souvislosti s derivátovými kontrakty byl často zmiňován jejich účel, kterým může být vedle jiného i zajištění. V tomto ohledu by bylo zajímavé prozkoumat, jestli není možné nalézt souvislost mezi takovými kontrakty a pojistnými smlouvami.

Podle ustanovení § 2 ZPS je pojistnou smlouvou smlouva o finančních službách, ve které se pojistitel zavazuje v případě vzniku nahodilé události poskytnout ve sjednaném rozsahu plnění a pojistník se zavazuje platit pojistiteli pojistné. Podle následujících ustanovení se pak plněním rozumí pouze plnění peněžní. Takovému vymezení se blíží derivát s finančním vypořádáním, tedy bez dodání podkladového aktiva. Problémem je ale závazek pojistníka platit pojistiteli pojistné. Jeho výše i splatnost je přesně stanovena pojistnou smlouvou¹²³, zatímco

¹²² JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada, 2002, str. 423.

¹²³ ust. § 4 odst. 1 písm. e) zákona č. 37/2004 Sb., ve znění pozdějších předpisů.

poskytnutí plnění druhou stranou je vázáno čistě na nahodilou událost. Jedinými deriváty, které tuto podmínku splňují, jsou úvěrové swapy.

Podstatou nejrozšířenějšího úvěrového derivátu, tedy swapu úvěrového selhání, blíže popsáno v kapitole 4.5, je povinnost jednoho subjektu platit periodickou prémii, přičemž druhý subjekt v případě určité události poskytne sjednané plnění. Tímto plněním může být pevná částka, či částka odvozená od referenční proměnné. Výše této částky nebo způsob jejího určení vychází pouze z dohody stran a účelem swapu nemusí být zajištění vůči jejich vlastním úvěrovým rizikům. Podstata finančních toků mezi subjekty je tedy u swapů úvěrového selhání a pojistných smluv obdobná. Další shodu nacházíme v ustanovení § 10 ZPS, které upravuje pojištění cizího pojistného rizika. Podle něj se pojistník, subjekt uzavírající pojistnou smlouvu s pojistitelem, může pojistit proti riziku třetí osoby, tedy osoba pojistníka nemusí být totožná s osobou pojištěnou. Díky tomu může pojistník uzavřít pojistnou smlouvu i tehdy, kdy nemá v daném případě žádný pojistný zájem, tedy kdy nemá potřebu ochrany před následky nahodilé skutečnosti vyvolané pojistným nebezpečím¹²⁴. Teoreticky tak může být pojistná smlouva využita stejně jako derivát ke spekulacím na libovolné nahodilé události. U pojistné smlouvy však musí pojistník o této smlouvě pojištěného informovat a ten musí dát posléze pojistníkovi souhlas k přijetí pojistného plnění.

Co se týče úvěrového rizika, tedy rizika platební neschopnosti, snížení bonity či například úpadku, zákon o pojistné smlouvě vymezuje tento druh pojištění v ustanovení § 47. Pojištěním úvěru se rozumí ochrana před majetkovými důsledky, které mohou pojištěnému vzniknout nesplácením poskytnutých peněžních prostředků dlužníkem, popřípadě z jiného, v pojistné smlouvě dohodnutého důvodu. Ustanovení odkazuje zejména na riziko platební neschopnosti, ale umožňuje pojištění i proti jiným úvěrovým rizikům, které mohou mít majetkové důsledky. V souvislosti s institutem pojištění cizího pojistného rizika tak může pojistník uzavřít s pojistitelem smlouvu totožnou se swapem úvěrového selhání. Pojištění úvěru lze však sjednat jen jako pojištění škodové, což znamená, že pojistitel při vzniku pojistné události poskytne pouze náhradu škody, nikoliv libovolnou částku jako v případě pojištění obnosového. Hranice pojistného plnění však může být libovolně stanovena dohodou stran.

Z uvedených skutečností je zřejmé, že za splnění určitých podmínek by bylo možné některé úvěrové deriváty považovat za pojistné smlouvy. Těmito podmínkami je součinnost pojistitele s osobou pojištěnou, pokud jsou tyto osoby rozdílné, a odvozenost pojistného plnění od skutečné škody. Zatímco první podmínka by byla pro derivátový trh značnou překážkou, druhou lze jednoduše obejít. Zákon o pojistné smlouvě nenabízí taxativní výčet nahodilých skutečností,

¹²⁴ ust. § 3 písm. n) zákona č. 37/2004 Sb., ve znění pozdějších předpisů.

proti kterým se lze pojistit, pouze upravuje některé jejich skupiny. Stejně jako se lze pojistit proti nepřízni počasí, bylo by možné uzavřít pojistnou smlouvu na nahodilou úvěrovou událost, která by se neřídila ustanovením § 47 ZPS, tedy zejména by se nejednalo o nesplacení poskytnutých peněžních prostředků, a stanovit tak libovolné plnění podle ustanovení o obnosovém pojištění¹²⁵. Generální podmínkou všech smluv o pojištění je ale specifické postavení pojistitele, kterým může být pouze právnická osoba, která je oprávněna provozovat pojišťovací činnost podle zákona č. 363/1999 Sb., o pojišťovnictví¹²⁶, tedy pouze akciová společnost nebo družstvo, které k této činnosti mají povolení České národní banky¹²⁷. Pokud je tedy jednou stranou swapu úvěrového selhání pojišťovna a podkladová proměnná je vázána na úvěrové riziko jeho druhé strany, pak by tento derivát měl povahu pojistné smlouvy. Pokud by byla vázána na úvěrové riziko třetí strany, situace by byla totožná, ale poskytnutí pojistného plnění by bylo navíc podmíněno souhlasem této třetí strany.

7.9 Zhodnocení současné právní úpravy

Ve světle předchozích kapitol je zřejmé, že právní úprava derivátů je v českém právním řádu značně roztržštěná. Některé zákony se jim věnují pouze ve snaze upravit užívání jistých specifických druhů, tedy značně nesystematicky, z jiných se obecná úprava časem vytratila. K vystižení obecné právní povahy derivátů si tak musíme vypomáhat ustanoveními předpisů, která k tomuto účelu nebyla navržena. Nový, dosud neúčinný kodex občanského práva sice právní úpravu některých derivátů vymezuje, ale pouze negativně. Žádný právní předpis nenabízí konzistentní pohled na derivátové kontrakty, tedy nezavádí ucelený právní institut, na jehož základě by bylo možné posoudit zejména právní následky takovýchto kontraktů.

Co se týče negativního vymezení, toho je v jednotlivých předpisech zapotřebí. Deriváty vykazují podobnost s jinými právními instituty a mělo by být důsledně stanoveno, zdali jich má být na deriváty užito. Měl by tedy být jednoznačně vyřešen jejich vztah k hrám a sázkám, pojistným smlouvám, kupním smlouvám a cenným papírům. Vedle toho by měl ale český právní řád obsahovat jednotné pozitivní vymezení, ať už v zákonně o cenných papírech či samostatném právním předpise, aby nad derivátovým trhem panovala právní jistota, zejména s ohledem na jejich právní vymahatelnost. Měla by tak být přijata obecná definice, ať už po vzoru již neúčinné úpravy zákona o cenných papírech, či po vzoru o něco

¹²⁵ ust. § 34 an. zákona č. 37/2004 Sb., ve znění pozdějších předpisů.

¹²⁶ ust. § 3 písm. f) zákona č. 37/2004 Sb., ve znění pozdějších předpisů.

¹²⁷ ust. § 3 odst. 1, 2 zákona č. 363/1999 Sb., ve znění pozdějších předpisů.

detailnějšího popisu derivátů Mezinárodními účetními standardy, stejně jako výčet základních druhů derivátových kontraktů a jejich specifik, aby nedocházelo k jejich nahodilému výskytu v jiných právních předpisech, jako je tomu například u opčních listů v obchodním zákoníku. Jednotlivé právní předpisy by tak místo vlastních pokusů o vymezení derivátů mohly odkazovat na jeden ucelený souhrn právních norem upravujících derivátové kontrakty, vůči němuž by pro své účely zaváděly určitá specifika, jako například omezený výčet derivátových druhů, na které se vztahují.

Konkrétně se jedná zejména o zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Z něj by měl vymizet složitý výčet rozdílných derivátových typů obsažený v ustanovení o investičních nástrojích. Problémem je ale skutečnost, že tento výčet má svůj základ v evropské legislativě a byl převzat v rámci transpozice směrnice MiFID. Jeho existence paralelně s jednotnou právní úpravou derivátů by však byla v rozporu se smyslem jejího vzniku. Zapracování příslušných předpisů Evropské unie ohledně derivátů v samostatném právním předpise, tedy jejich vyloučení z jednotné úpravy investičních nástrojů by taktéž nebylo žádoucí. Nejschůdnější by tedy byl přístup, kdy by český zákonodárce otrocky nepřebíral ustanovení evropských směrnic, ale místo toho mezi investiční nástroje zařadil s odkazem na zvláštní právní předpis obecnou skupinu derivátů, kterou by pro účely zákona o podnikání na kapitálovém trhu zúžil o fyzicky vypořádané OTC komoditní deriváty blíže popsané v kapitole 7.1, které jako jediné ve výčtu směrnice MiFID chybějí, případně toto zúžení pro neúčelnost zcela vypustil.

Obdobně by měl nový občanský zákoník s odkazem na zvláštní právní předpis důsledně stanovit, které deriváty spadají pod hry a sázky, aniž by se pokoušel o jejich vlastní vymezení, které je v současné podobě značně nejisté. Zákon o cenných papírech by pak mohl být tímto zvláštním právním předpisem, v každém případě by měl být ale obohacen o obecnou definici cenných papírů, která by sloužila jako vodítko pro rozšíření jejich demonstrativního výčtu i na jiné instrumenty včetně derivátů.

8. Závěr

Cílem práce bylo ve dvou krocích odhalit podstatu derivátových kontraktů, a to jak ekonomickou, tak zejména z ní plynoucí povahu právní. První část měla zhodnotit definice obsažené v odborné literatuře a identifikovat charakteristické znaky společné pro všechny deriváty. Čtenář měl být tímto uveden do komplexního světa specifických instrumentů, jejichž zevrubné pochopení není zcela jednoduchou záležitostí. Po teoretické části týkající se jejich jednotlivých skupin, funkcí, účelu a způsobu užívání měla následovat část druhá, jejímž těžištěm měl být rozbor právních norem, které se derivátům věnují a které jsou na ně aplikovatelné. Zodpovězeny tak měly být otázky, jaké instrumenty vlastně deriváty reprezentují, kde je jejich hranice vzhledem k instrumentům ostatním, jakého stupně dosáhla jejich regulace a zejména zdali je možné je konzistentně upravit právními normami, respektive jestli takové právní normy v českém právním řádu již existují.

Objektivně je třeba zhodnotit, že práce tyto cíle naplnila. Teoretická část využívá množství zahraniční i české odborné literatury, která se oblasti derivátových kontraktů věnuje. Porovnává tak rozdílné přístupy jednotlivých autorů, kteří se snaží nabídnout definice natolik obecné, aby obsáhly všechny podoby známých derivátů. Na jejich základě je možno stanovit, že derivát je především smlouvou, která je schopna být sama o sobě obchodovatelná, neboli převoditelná na třetí stranu. Podstata převoditelnosti této smlouvy dále umožňuje vnímat deriváty jako instrumenty, které jsou nositeli určité ceny, respektive hodnoty. Tato hodnota je pak odvozena od v podkladu derivátu ležící proměnné. Ač se v této souvislosti často hovoří o podkladovém aktivu, tento termín není dostačující. Hodnota derivátů sice bývá odvozena od cen cenných papírů nebo komodit, tedy aktiv, se kterými je možno skutečně disponovat, může být však odvozena i od úrokových měr, ekonomických indexů nebo jiných ukazatelů. Základní charakteristikou aktiva je možnost omezit jeho užívání vůči ostatním subjektům, což například u indexu na akcie jistě není možné.

Vztah hodnoty derivátu a jeho podkladové proměnné přitom není arbitrární. Předmětem derivátového kontraktu je buď dodání podkladového aktiva nebo peněžní plnění rozdílu mezi smluvenou a aktuální hodnotou podkladové proměnné. Jelikož čas uzavření kontraktu se liší od času jeho vypořádání, dochází v průběhu této doby ke změně ziskovosti, neboli hodnoty takového kontraktu v závislosti na změně ceny nebo hodnoty podkladové proměnné.

Původně tak byly deriváty užívány k dodání aktiv, která v době uzavření kontraktu dosud neexistovala, ale obě strany měly vůli dohodnout se předem na jejich množství a ceně. Postupem času se ale jejich funkce přesunula od skutečného

dodání k pouhému vyplacení rozdílu mezi smlouvenou cenou a cenou, za kterou by bylo možné stejné aktivum koupit na promptním trhu v době realizace derivátového kontraktu. Případně na vyplacení částky odvislé od rozdílu smlouvené hodnoty podkladové proměnné a její hodnoty k budoucímu datu. Byly tak vytvořeny dvě skupiny derivátů, a to deriváty s fyzickým vypořádáním a deriváty s finančním vypořádáním.

Jejich lukrativnost spočívá zejména v možnosti dosáhnout zisku plynoucího z držení určitého aktiva, aniž by subjekty musely vynaložit prostředky na jeho získání v době uzavření kontraktu, případně z možnosti spekulovat na vývoj určité proměnné, která je relevantní pro jejich činnost, zejména podnikatelskou. Díky této skutečnosti dosáhly deriváty postupem času značné popularity, což upoutalo pozornost národních a nadnárodních autorit.

Možnost jednoduché, nenákladné a téměř neomezené spekulace za užití derivátů po staletí trápila odpovědné regulátory po celém světě. Již v novověkém Holandsku, Japonsku, Velké Británii nebo Spojených státech amerických se vyskytovaly snahy omezit jejich spekulativní charakter, který měl mít neblahý vliv na stabilitu trhů. Zejména angloamerické právo se vydalo cestou rozdělení derivátů podle jejich účelu, a to na zajišťovací a spekulativní. Pokud se subjekt jejich uzavřením pouze zajišťoval proti budoucím rizikům, uzavřel derivátový kontrakt prostřednictvím burzy, která byla pod dohledem regulačních orgánů, nebo za účelem skutečného dodání podkladového aktiva, tato činnost byla shledána v souladu se zákonem. Derivátové kontrakty, jejichž prostřednictvím subjekty spekulovaly na budoucí vývoj určité proměnné a které byly realizovány pouhým finančním vypořádáním, byly však nevymahatelné, později dokonce zcela ilegální. Liberalizaci přinesl až konec dvacátého století, které však nebylo souzeno vytrvat věčně.

V souvislosti s globální ekonomickou krizí, jejíž příčina je mnohými odborníky spatřována v rozbujelých derivátových trzích, přišla nová vlna regulačních opatření. Snahou amerických a evropských zákonodárců je zvýšit transparentnost derivátových obchodů a zefektivnit dohled nad nimi uložením povinnosti jejich obchodování prostřednictvím organizovaných trhů. Evropská unie, svou legislativou relevantní i pro český derivátový trh, staví na již existujících směrnících a posiluje regulační mechanismy návrhy nových směrnic a nařízení, které rozšiřují dohled na nové skupiny derivátových kontraktů, snižují riziko spojené s jejich užíváním a ukládají evropským orgánům pravomoc přímo zasahovat do práv subjektů, kteří s nimi obchodují.

Vlivem Evropské unie se pak do českého právního řádu dostalo určité vymezení derivátových kontraktů, a to zejména do zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Toto vymezení však není příliš ucelené a pouze kazuisticky zmiňuje jednotlivé derivátové druhy. Nalezení obecné právní povahy derivátů tak

byla věnována samostatná rozsáhlá kapitola, která mapovala vývoj českého právního řádu prostřednictvím relevantních právních předpisů.

Východiskem tohoto průzkumu je zjištění, že český zákonodárce postupně upustil od snahy deriváty jakkoliv obecně definovat či je právně vymežit. Dnem, kdy vstoupila v platnost smlouva o přistoupení České republiky k Evropské unii, vymizela ze zákona o cenných papírech jediná ucelená definice derivátových kontraktů v historii českého právního řádu a byla nahrazena blíže nespecifikovanou a zcela nedostačující skupinou „jiných druhů investičních nástrojů“. Pro nalezení právní povahy derivátu je tak nutno zkoumat ustanovení právních předpisů, která k tomuto účelu nebyla primárně navržena.

V tomto ohledu je třeba užít již zmíněného dělení derivátů podle finančního a fyzického vypořádání. Pokud jde o fyzické vypořádání, aby k němu mohlo dojít, v základu derivátu musí ležet nějaké aktivum, které je převoditelné a které může být dodáno v době realizace kontraktu. V takové smlouvě je pak stanovena cena, která má být za aktivum zaplácena, a okamžik, kdy má dojít k jeho dodání. I když je tento okamžik dohodou stran stanoven k budoucímu datu, které není ovlivněno technickými okolnostmi obchodu, tedy je stanoveno čistě za účelem vytvoření časové diskrepance mezi uzavřením smlouvy a její realizací, derivátový kontrakt s fyzickým vypořádáním naplňuje povahu kupní smlouvy. Takové deriváty se pak budou řídit ustanoveními o kupních smlouvách podle občanského nebo obchodního zákoníku, a to v závislosti na charakteru jejich stran.

Na druhé straně deriváty s finančním vypořádáním mají povahu znatelně komplikovanější. V jejich případě nedochází k dodání smluveného aktiva za smluvenou cenu, ale plnění je pouze peněžní a plně závislé na budoucí hodnotě nejisté proměnné. Dokonce není předem známo, jaký subjekt bude plátcem a jaký příjemcem takového plnění. Tyto kontrakty tak zcela naplňují charakteristické znaky hazardních her. Z tohoto důvodu lze jejich právní povahu identifikovat v hrách a sázkách podle občanského zákoníku. Důsledkem takového pojetí je jejich nevymahatelnost, pokud jednou ze stran není výherní podnik. Jelikož ten nemá zákonnou definici, je možno pod něj subsumovat burzy i jiné formy organizovaných trhů. Ač je tento přístup mírně radikální, je zcela v souladu s historickým vývojem derivátových kontraktů, které byly vždy bez dalšího závazné a vymahatelné pouze pokud byly uzavřeny na organizovaných trzích.

Některé deriváty navíc vykazují podobnost s pojistnými smlouvami. I když se nejedná o spojitost zcela evidentní a bezpodmínečnou, pokud by osoba oprávněná provozovat pojišťovnictví uzavřela specifický druh derivátu, a to derivát úvěrový, jehož prostřednictvím by druhá strana mohla spekulovat na finanční kondici libovolného subjektu, což je jev, který měl katalyzovat současnou globální ekonomickou krizi, takový kontrakt by bylo třeba posuzovat podle zákona o pojistné smlouvě.

Je evidentní, že podle českého právního řádu je možné na deriváty aplikovat více ustanovení rozdílných právních předpisů. Jelikož ani nový občanský zákoník nepředstavuje v tomto ohledu žádný signifikantní posun vpřed, bylo by do budoucna vhodné přijmout samostatnou právní úpravu derivátových kontraktů, která by umožnila jejich vymezení vůči jiným právním institutům.

Použitá literatura a prameny

Monografie, články a odborné práce

BAKEŠ, Milan; KARFÍKOVÁ, Marie; KOTÁB, Petr; MARKOVÁ, Hana a kol. *Finanční právo*. 5. upr. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009.

BOYLE, Phelim; BOYLE, Feidhlim. *Derivatives: the tools that changed finance*. London: Risk Books, 2001.

DĚDIČ, Jan. *Právo v podnikání*. 1. vyd. Praha: Prospektrum, 2000.

DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. Vyd. 2. Praha: Oeconomica, 2008.

DURBIN, Michael. *All about derivatives*. Fully rev. 2nd ed. New York: McGraw-Hill, 2010.

DURČÁKOVÁ, Jaroslava; MANDEL, Martin. *Mezinárodní finance*. 4. vyd. Praha: Management Press, 2010.

GARBER, Peter M. *Famous first bubbles: the fundamentals of early manias*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 2000.

GOGEL, Jeremy. *Shifting Risk to the Dumbest Guy in the Room - Derivatives Regulation after the Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. *Journal of Business & Securities Law*, vol. 11. Michigan, 2010.

HAY, Jonathan R.; SHLEIFER, Andrei. *Private Enforcement of Public Laws: A Theory of Legal Reform*. *American Economic Review*, vol. 88. Pittsburgh: American Economic Association, 1998.

HUDSON, Alastair. *Dealing with Derivatives* [online]. Professor Alastair Hudson, c2005 [cit. 10.11.2012]. Dostupný z WWW: <<http://www.alastairhudson.com/financelaw/derivativeslawcourse.pdf>>.

HULL, John. *Options, futures, and other derivatives*. 6th ed. Upper Saddle River, N.J.: Pearson/Prentice Hall, 2006.

CHANCE, Don M. *Essays in derivatives: risk-transfer tools and topics made easy*. 2nd ed. Hoboken, N.J.: John Wiley, 2008.

JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada, 2002.

JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. 2. vyd. Praha: Grada, 2002.

KLÁŠTERECKÝ, Jan. D. *Dohled nad kapitálovým trhem... dnes ČNB* [online]. Internet info, c1998-2012 [cit. 26.11.2012]. Dostupný z WWW: <<http://trhy.mesec.cz/clanky/dohled-nad-kapitalovym-trhem-dnes-cnb/>>.

KOLB, Robert W; OVERDAHL, James A. *Financial derivatives*. 3rd ed. New York: John Wiley, 2003.

KOŠŤÁL, Josef; TUREK, Ludvík. *Opce: jak na obchodování s opcemi a výběr správné strategie*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009.

MCDONALD, Robert L. *Derivatives markets*. 2nd ed. Boston, Mass.: Addison-Wesley, 2006.

MOSS, David A.; KINTGEN, Eugene. *The Dojima Rice Market and The Origins of Future Trading*. Boston: Harvard Business School Publishing, 2010.

RUBINSTEIN, Mark. *Rubinstein on derivatives: futures, options and dynamic strategies*. Reprint. London: Risk Books, 1999.

SOJKA, Zdeněk. *Komoditní a finanční deriváty: úvod do problematiky*. Vyd. 1. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2006.

STOUT, Lynn A. *Regulate OTC Derivatives by Deregulating Them*. Regulation, vol. 32. Washington, D.C., 2009.

STOUT, Lynn A. *Why The Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in The Market for OTC Derivatives*. Duke Law Journal, vol. 48. Durham, 1999.

SUMMERS, Lawrence H.; GREENSPAN, Alan; LEVITT, Arthur; Rainer, William J. *Over-the-Counter Derivatives Markets and the Commodity Exchange Act*. Report of The President's Working Group on Financial Markets, 1999.

WHALEY, Robert E. *Derivatives: markets, valuation, and risk management*. Hoboken, N.J.: Wiley, 2006.

Materiály vybraných institucí (internetové zdroje)

Bank for International Settlements. *Semiannual OTC derivatives statistics at end-June 2012* [online]. BIS, c2012 [cit. 15.11.2012]. Dostupný z WWW: <<http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>>.

Burza cenných papírů Praha. *Burzovní indexy* [online]. BCPP, c2012 [cit. 21.11.2012]. Dostupný z WWW: <<http://www.bcpcz.cz/dokument.aspx?k=Burzovni-Indexy>>.

Burza cenných papírů Praha. *Parametry obchodování* [online]. BCPP, c2009 [cit. 20.11.2012]. Dostupný z WWW: <http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Parametry_obchodovani.pdf>.

ČNB. *Rozvaha bankovního sektoru* [online]. ČNB, c2003-2012 [cit. 15.11.2012]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/souhrnne_informace_fin_trhy/zakladni_ukazatele_fin_trhu/banky/bs_ukazatele_tab03.html>.

Důvodová zpráva k zákonu č. 89/2012 Sb. [online]. Ministerstvo spravedlnosti ČR, c2012 [cit. 28.11.2012]. Dostupný z WWW: <http://obcanskyzakonik.justice.cz/tinymce-storage/files/DZ_NOZ_89_%202012_Sb.pdf>.

FASB. *Conceptual Framework-Elements and Recognition* [online]. FASB, c2012 [cit. 15.11.2012]. Dostupný z WWW: <http://www.fasb.org/project/cf_phase-b.shtml>.

IFRS. *About the IFRS Foundation and the IASB* [online]. IFRS Foundation, c2012 [cit. 15.11.2012]. Dostupný z WWW: <<http://www.ifrs.org/The-organisation/Pages/IFRS-Foundation-and-the-IASB.aspx>>.

ISDA. *MiFID/MiFIR and Transparency for OTC derivatives* [online]. ISDA, c2012 [cit. 26.11.2012]. Dostupný na WWW: <<http://www2.isda.org/mifid/page/2>>.

LAVEN. *The Definitive Guidebook to UCITS IV Funds* [online]. Laven Partners, c2011 [cit. 24.11.2012]. Dostupný z WWW: <<http://www.lavenpartners.com/wp-content/uploads/2011/05/Laven-Definitive-Guidebook-to-UCITS-IV-Funds.pdf>>.

Proposal for MiFID II [online]. European Commission, c2011 [cit. 24.11.2012]. Dostupný z WWW: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0656:FIN:EN:PDF>>.

Proposal for MiFIR [online]. European Commission, c2011 [cit. 24.11.2012]. Dostupný z WWW: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0652:FIN:EN:PDF>>.

SIMMONS & SIMMONS. *UCITS and Derivatives* [online]. Simmons & Simmons, c2004 [cit. 24.11.2012]. Dostupný na WWW: <<http://www.simmons-simmons.com/docs/ucitsderivativesmar04.pdf>>.

U.S. Securities and Exchange Commission. *Derivatives* [online]. SEC, c2012 [cit. 25.11.2012]. Dostupný z WWW: <<http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/derivatives.shtml>>.

Česká legislativa

Zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník.

Zákon č. 202/1990 Sb., o loteriích a jiných podobných hrách.

Zákon č. 509/1991 Sb., kterým se mění, doplňuje a upravuje občanský zákoník.

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.

Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách.

Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech.

Zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon.

Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu.

Zákon č. 362/2000 Sb., kterým se mění zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů, a některé další zákony.

Zákon č. 482/2001 Sb., kterým se mění zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon, ve znění pozdějších předpisů, a zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů.

Zákon č. 37/2004 Sb., o pojistné smlouvě.

Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování.

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

Zákon č. 254/2004 Sb., kterým se mění některé zákony v souvislosti s přijetím zákona o podnikání na kapitálovém trhu, zákona o kolektivním investování a zákona o dluhopisech.

Zákon č. 57/2006 Sb., o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dohledu nad finančním trhem.

Zákon č. 224/2006 Sb., kterým se mění zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, a zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů.

Zákon č. 254/2008 Sb., kterým se mění některé zákony v souvislosti s přijetím zákona o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu.

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník.

Evropská legislativa

Směrnice 85/611/EEC, 2001/107/EC, 2001/108/EC, 2009/65/EC (UCITS).

Směrnice 93/22/EEC (ISD).

Směrnice 2004/39/EC (MiFID).

Nařízení 648/2012 (EMIR).

Angloamerická legislativa

Financial Services Act [online]. The National Archives, c2011 [cit. 24.11.2012]. Dostupný na WWW: <<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents>>.

United States Code [online]. Cornell University Law School, c2012 [cit. 25.11.2012]. Dostupný z WWW: <<http://www.law.cornell.edu/uscode/text/7/1a>>.

Judikatura

U.S. Supreme Court. *Board of Trade v. Christie Grain & Stock Co. – 198 U.S. 236 (1905)* [online]. Justia, c2012 [cit. 25.11.2012]. Dostupný z WWW: <<http://supreme.justia.com/cases/federal/us/198/236/>>.

U.S. Supreme Court. *Hill v. Wallace – 259 U.S. 44 (1922)* [online]. Justia, c2012 [cit. 25.11.2012]. Dostupný z WWW: <<http://supreme.justia.com/cases/federal/us/259/44/>>.

U.S. Supreme Court. *Irwin v. Williar – 110 U.S. 499 (1884)* [online]. Justia, c2012 [cit. 25.11.2012]. Dostupný z WWW: <<http://supreme.justia.com/cases/federal/us/110/499/>>.

Účetní standardy

International Accounting Standards Comitee. *IAS 32* [online]. European Commission, c2011 [cit. 10.11.2012]. Dostupný z WWW: <http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/ias/standards_en.htm>.

International Accounting Standards Comitee. *IAS 39* [online]. European Commission, c2011 [cit. 10.11.2012]. Dostupný z WWW: <http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/ias/standards_en.htm>.

Ministerstvo financí ČR. *Český účetní standard pro finanční instituce č. 110*. Finanční zpravodaj. 2004, roč. 38, č. 12/2.