

Univerzita Karlova v Praze

Právnická fakulta

Tereza Freibergová

## **Právní regulace obchodování s finančními deriváty**

**Diplomová práce**

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

Katedra finančního práva a finanční vědy

Datum vypracování práce: 30. listopadu 2015

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

V Praze dne 30. listopadu 2015

Tereza Freibergová

## Poděkování

Dovoluji si na tomto místě poděkovat JUDr. Michaelu Kohajdovi, Ph.D. za jeho rady a vstřícný přístup.

# Obsah

Úvod.....	1
1. Úvod do problematiky derivátů .....	3
1.1. Základní vymezení derivátů.....	3
1.2. Definice derivátů v českém právním řádu .....	5
1.2.1 Zákon o podnikání na kapitálovém trhu .....	6
1.2.2. Devizový zákon .....	9
1.2.3. Občanský zákoník.....	9
1.2.4. Zákon o obchodních korporacích .....	10
1.2.5. Účetní vymezení derivátů .....	11
1.3. Historický vývoj derivátových obchodů .....	14
1.4. Účel derivátů a rizika spjatá s derivátovými obchody .....	16
1.5. Způsoby obchodování s deriváty .....	18
1.5.1. Systém obchodování burzovních derivátů .....	19
1.5.2. Český trh finančních derivátů .....	22
1.6. Smluvní dokumentace derivátů.....	24
2. Představení jednotlivých druhů derivátů .....	25
2.1. Forwardy .....	25
2.1.1. FRA.....	26
2.2. Futures.....	27
2.3. Swapy .....	29
2.4. Opční kontrakty.....	30
2.4.1. Opce .....	30
2.4.2. Cap, floor a collar .....	33

2.4.3.	Warrant .....	34
2.4.4.	Swaptions.....	34
2.5.	Kreditní deriváty .....	35
2.5.1.	CDS.....	35
3.	Právní regulace derivátů .....	36
3.1.	Vývoj regulace před globální finanční krizí.....	37
3.1.1	EU .....	37
3.1.1.1.	UCITS.....	37
3.1.1.2.	MiFID .....	38
3.1.2.	USA .....	40
3.2.	Vývoj regulace po vypuknutí globální finanční krize.....	43
3.2.1.	Podstata globální finanční krize.....	43
5.2.2.	BASEL III.....	46
5.2.3.	EU .....	47
5.2.3.1.	Evropský systém dohledu finančního trhu .....	47
5.2.3.2.	MiFID II/MiFIR .....	48
5.2.3.3.	EMIR .....	49
5.2.3.4.	AIFMD .....	51
5.2.3.5.	Regulace ratingu.....	52
5.2.4.	USA .....	52
	Závěr .....	57
	Seznam zkratk .....	59
	Seznam použitých zdrojů.....	61
	Seznam grafů .....	68

# Úvod

Finanční deriváty jsou po přelomu tisíciletí ve finančním světě aktuálním tématem a předmětem mnoha polemik o jejich kladech a záporech. Právě totiž kreditní deriváty jsou považovány za hlavní viníky globální finanční krize, která odstartovala na americkém hypotečním trhu v roce 2007. Krize přinesla značnou nedůvěru v derivátové instrumenty. Důsledkem bylo to, že na evropském i americkém kontinentě byla zpřísněna jejich regulace četnými legislativními změnami a došlo ke konstrukci nových dohledových autorit.

Téma diplomové práce jsem si vybrala především díky svému souběžnému studiu oboru bankovníctví, kde mě otázka finančních derivátů zaujala právě v souvislosti s krizí a jejím vlivem na světové trhy. Oblast finančních derivátů je navíc dynamicky se rozvíjející oblastí s četnými inovacemi. Práci berou jako dobrou příležitost rozšířit své znalosti v této oblasti a podívat se na problematiku zase z jiného úhlu pohledu.

Cílem této práce je vymežit obecné znaky i znaky konkrétních typů derivátových kontraktů, analyzovat platnou právní úpravu derivátů v českém právním řádu a zmapovat vývoj jejich regulace na území EU a v USA. K tomu jsou použity metody analýzy, deskripce a komparace.

Práce je systematicky rozčleněna do tří kapitol. První kapitola se zabývá definicí pojmu finančních derivátů, jejich jednotlivými znaky, které tento typ finančních instrumentů obecně charakterizují. Analyzuje jejich platnou právní úpravu v českém právním řádu. Stručně je dále přiblížen jejich historický vývoj, možnosti jejich využití či rizika s nimi spjatá. Prostor je věnován i procesu jejich obchodování na burze a krátce jsou představeny i rámcové smlouvy pro deriváty, které jsou obchodovány naopak mimo burzovní prostředí.

Druhá kapitola představuje a charakterizuje nejdůležitější typy derivátů, které se na finančním trhu v současné době vyskytují. Identifikuje jejich vzájemné podobnosti a rozdíly. Blíže jsou tak popsány forwardy, futures, swapy, opční kontrakty a právě deriváty kreditní, které souvisí s finanční krizí.

Stěžejní kapitolou je kapitola třetí, která se věnuje samotné regulaci a dohledu v oblasti finančních derivátů. Práce se zaměřuje na činnost regulátorů na území EU, jejíž legislativa formou směrnic a nařízení bezprostředně ovlivňuje i náš právní řád, a v USA, které se dají označit jako kolébka regulace obchodu s deriváty. Zásadní zlom v nedávné době znamenala globální finanční krize, neboť před jejím vypuknutím byly všeobecné tendence spíše uvolňovat tržní prostředí a deregulovat. Po jejím vypuknutí je však regulace opět zpřísněna, což je přirozená reakce a historicky tomu tak vždy bývá. Z těchto důvodů je i celá kapitola tři členěna na vývoj v předkrizovém a po krizovém období. Zároveň je v samostatné podkapitole proběhlá finanční krize blíže specifikována, je přiblížen její průběh, příčiny a bezprostřední reakce, což je podstatné pro pochopení následně přijatých regulatorních opatření.

V závěru práce jsou shrnuty získané poznatky a je provedeno subjektivní hodnocení úspěšnosti regulace po světové finanční krizi.

Diplomová práce je uzavřena k právnímu stavu ke dni 30. listopadu 2015.

# 1. Úvod do problematiky derivátů

## 1.1. Základní vymezení derivátů

Na finančním trhu dochází na základě nabídky a poptávky k přerozdělování prostředků od přebytkových jednotek s volnými finančními prostředky, které označujeme jako investoři nebo věřitelé, k deficitním jednotkám, kterými jsou zpravidla emitenti. Další skupinou subjektů vyskytujících se na finančním trhu jsou bankovní či nebankovní zprostředkovatelé.<sup>1</sup> V současné době můžeme na finančním trhu nalézt mnoho různých investičních instrumentů. Vedle klasických investičních nástrojů, cenných papírů majetkových investičních a podílových fondů či strukturovaných produktů jsou to právě termínované derivátové instrumenty.

Hull definuje derivátový instrument (derivát) jako finanční instrument, jehož hodnota se odvíjí od hodnot podkladových proměnných. Podkladovými proměnnými jsou obvykle ceny obchodovaných aktiv.<sup>2</sup>

Slovem derivát jsou tedy označovány specifické typy investic, jejichž výnos je odvozen (derivován) od výkonnosti aktiv (zboží, akcií nebo dluhopisů), úrokových sazeb, směnných kurzů měn nebo indexů, akciových indexů, indexu spotřebitelských cen nebo třeba indexu počasí.<sup>3</sup>

Typické pro tyto termínované derivátové instrumenty je dále to, že mezi okamžikem uzavření a dohodnutým termínem vypořádání je delší časová prodleva, čímž se odlišují

---

<sup>1</sup> VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. rozš. a aktual. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. 792 s. ISBN 978-80-7357-647-9. s. 21.

<sup>2</sup> HULL, John. *Options, futures, and other derivatives*. 6th edition. Upper Saddle River, N.J.: Pearson/Prentice Hall, 2006. s. 1.

<sup>3</sup> ZÁŠKODNÝ, Přemysl, PAVLÁT, Vladislav, BUDÍK, Josef. *Finanční deriváty a jejich oceňování*. 1. vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2007. s. 162. ISBN 978-80-86754-4. s. 9.



od obchodů spotových (promptních), kde je termín vypořádání obchodu blízký okamžiku jeho sjednání.<sup>4</sup>

Shrneme-li si základní charakteristiky derivátů, tak jde tedy o instrumenty odvozené od jiných (podkladových, bazických, v základě ležících) instrumentů a mají termínovaný charakter. Dalším podstatným znakem je to, že se sjednáním derivátů je spojena investice nižší, než je obvyklé pro obchody, u kterých je obdobný výnosově-ztrátový profil, to dává derivátům významný pákový efekt (*leverage effect*). Je třeba zdůraznit, že k tomu, aby se jednalo o derivát, musí být splněny všechny tři podmínky současně. Ze vzájemné propojenosti mezi derivátem a podkladovým instrumentem vyplývá podmínka, že cena podkladového instrumentu a cena (hodnota) derivátu musí být ve vzájemném souladu, protože pokud by tomu tak nebylo, vznikal by prostor pro arbitráže. Maximální délka lhůty mezi sjednáním termínovaného obchodu a jeho vypořádáním není teoreticky nijak omezena. V praxi však převládají obchody se splatností do jednoho roku. Pákový efekt spočívá v tom, že zhodnocení (znehodnocení) investice je nadproporcionální vzhledem k pohybu podkladové veličiny, resp. pohybu ceny derivátového kontraktu.<sup>5</sup>

Můžeme je dělit právě podle toho, zda jsou odvozeny od finančních aktiv, pak je označujeme jako finanční deriváty. Pokud jsou odvozeny od reálných aktiv, pak se jedná především o deriváty komoditní. Dále rozlišujeme nepodmíněné (pevné) termínované kontrakty a kontrakty podmíněné (opční). Pevné deriváty jsou takové, při nichž mají obě strany právo i povinnost sjednaný obchod splnit (např. forwardy, futures či swapy). U podmíněných derivátů získává jejich kupující právo, nikoli však povinnost, na provedení určitého obchodu v budoucnu za předem stanovených podmínek (typicky opce či warranty). Rovněž můžeme ještě deriváty členit podle způsobu vypořádání. Máme deriváty s peněžitým vypořádáním, kterých je naprostá většina. Nicméně existují i deriváty s fyzickým vypořádáním, tedy situace, že skutečně

---

<sup>4</sup> REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4. aktual. a rozš. vyd. Praha: Grada Publishing a.s., 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6. s. 223.

<sup>5</sup> DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. 1. přeprac. vyd. Praha: Oeconomica, 2006. 297 s. ISBN 80-245-1033-2. s. 19-20.

dojde k dodání podkladového aktiva. S tímto způsobem se ale v současné době lze setkat jen u některých komoditních derivátů.<sup>6</sup>

V rámci vymezení derivátů je třeba brát v úvahu tři základní aspekty: ekonomický, právní a účetní aspekt. Ekonomický aspekt je základem pro vymezení derivátů. Je třeba identifikovat předmět obchodu, způsob obchodování a vypořádání, účel využití, dopad z hlediska rizik apod. Právní aspekt se zaměřuje na vymezení derivátů v právních a regulatorních normách. Právní vymezení je velice důležité, může nám stanovit podmínky při sjednávání kontraktů, může z ní vycházet regulace těchto obchodů, má dopad na daňovou a účetní stránku. Vymezení derivátů v legislativních normách je rovněž podstatné pro právní jistotu subjektů sjednávajících derivátové kontrakty. Posledním aspektem je aspekt účetní, který spočívá zejména v účetním zachycení derivátů. Naše účetnictví derivátů vychází z Mezinárodních účetních standardů a z Mezinárodních standardů pro finanční výkaznictví, které deriváty podrobně vymezují a upravují pravidla jejich účetního zachycení.<sup>7</sup>

## 1.2. Definice derivátů v českém právním řádu

Deriváty byly definovány nejdříve v zákoně č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, který definoval finanční deriváty v § 8a jako penězi ocenitelná práva a závazky, jejichž hodnota se vztahuje k cenným papírům nebo je odvozena z cenných papírů, komodit, měn, jiných majetkových hodnot, úrokových měr, kurzových indexů nebo jakýchkoliv jiných faktorů stanovených pro tento účel a ke smlouvám nebo ze smluv o nich. Toto ustanovení však bylo v roce 2004 v zákoně zrušeno v souvislosti s přijetím nového předpisu, kterým byl zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen „ZPKT“). Od té doby v našem právním řádu legální definici finančních derivátů

---

<sup>6</sup> REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4. aktual. a rozš. vyd. Praha: Grada Publishing a.s., 2014, 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6. s. 223.

<sup>7</sup> DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. 1. přeprac. vyd. Praha: Oeconomica, 2006, 297 s. ISBN 80-245-1033-2. s. 13-14.

nemáme. ZPKT jen deriváty vyjmenovává ve svém § 3. Toto ustanovení vymezuje deriváty finanční, komoditní i deriváty exotické. Jak již bylo vysvětleno, jediným rozdílem mezi deriváty komoditními a finančními je v podkladovém aktivu, od kterého jsou odvozeny. U finančních derivátů je to finanční nástroj, u komoditních je to komodita.<sup>8</sup>

### 1.2.1 Zákon o podnikání na kapitálovém trhu

ZPKT řadí deriváty mezi investiční nástroje. Jejich vymezení v tomto zákoně obsažené v § 3 je v souladu se směrnicí MiFID.<sup>9</sup> Je třeba zmínit, že původní znění § 3 ZPKT nebylo v souladu se směrnicí MiFID,<sup>10</sup> bylo třeba provést novelizaci prostřednictvím zákona č. 230/2008 Sb., který byl transpozicí této směrnice. Česká úprava tak v podstatě přináší výčet nejčastějších typů derivátů a dále výčet některých typických znaků derivátů, nicméně charakteristiku jejich podstaty neobsahuje. Zákon vyjmenovává výslovně opce, futures, swapy a forwardy, a dále uvádí charakteristické znaky derivátů jako je odvozenost hodnoty derivátu od kurzu nebo hodnoty podkladového aktiva, právo na vypořádání v penězích vyplývající z derivátu (a to i tehdy, když podkladové aktivum má jiný než peněžní charakter, např. se jedná o komoditu) buď vedle, nebo namísto dodání podkladového aktiva, obchodovatelnost derivátu na regulovaném trhu nebo v mnohostranném obchodním systému.<sup>11</sup>

---

<sup>8</sup> HUSTÁK, Z., ŠOVAR, J., FRANĚK, M., SMUTNÝ, A., CETLOVÁ, K., DOLEŽALOVÁ, D. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2012. 1029 s. ISBN 978-80-7400-433-0. s. 54-55.

<sup>9</sup> PLÍVA, Stanislav. *Bankovní obchody*. 1. vyd. Praha: ASPI, 2009. 220 s. ISBN 978-80-7357-433-8. s. 147.

<sup>10</sup> Viz. kapitola 3

<sup>11</sup> BAKES, Milan. *Finanční právo*. 6. upr. vyd. Praha: C.H. Beck, 2012. 519 s. ISBN 978-80-7400-440-7. s. 426.

V zákonném výčtu jsou tak deriváty rozčleněny na 8 dílčích podskupin v rámci vymezení investičních nástrojů v § 3 odst. 1 písm. d) až k) ZPKT<sup>12</sup>, přičemž jak je patrné z textu zákona, větší prostor je oproti finančním derivátům věnován derivátům komoditním, jejichž pojetí je složitější:

*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 finančně kvantitativně vyjádřeným ukazatelům, a ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích nebo právo na dodání majetkové hodnoty, k níž se jejich hodnota vztahuje,*

*e) nástroje umožňující přenos úvěrového rizika,*

*f) finanční rozdílové smlouvy,*

*g) opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke komoditám a z nichž vyplývá právo na vypořádání v penězích nebo právo alespoň jedné strany zvolit, zda si přeje vypořádání v penězích, není-li využití tohoto práva odvislé od platební neschopnosti nebo jiné obdobné nemožnosti plnění,*

*h) opce, futures, swapy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke komoditám a z nichž vyplývá právo na dodání této komodity, a se kterými se obchoduje na evropském regulovaném trhu nebo v mnohostranném obchodním systému provozovaném osobou se sídlem v členském státě Evropské unie,*

*i) opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke komoditám a z nichž vyplývá právo na dodání této komodity, které nejsou uvedené v písmenu h), nejsou určeny pro obchodní účely a mají znaky jiných derivátových investičních nástrojů; zejména jde o ty, které jsou zúčtovány a vypořádány*

---

<sup>12</sup> HUSTÁK, Z., ŠOVAR, J., FRANĚK, M., SMUTNÝ, A., CETLOVÁ, K., DOLEŽALOVÁ, D. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2012. 1029 s. ISBN 978-80-7400-433-0. s. 52.

*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 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.“*

Jelikož jsou deriváty řazeny mezi investiční nástroje dle ZPKT, dopadá na ně ustanovení upravující obchodování s investičními nástroji (investiční služby). Úpravu nejdůležitějších operací nalezneme v § 4 odst. 2 ZPKT, ty jsou označovány jako tzv. hlavní investiční služby, ostatní operace s investičními nástroji pak zákon označuje jako služby doplňkové (§ 4 odst. 3 ZPKT). Obchodování s finančními deriváty probíhá na trzích regulovaných i neregulovaných. Co je regulovaným trhem ve smyslu ZPKT je upraveno v § 55 odst. 1, kdy se regulovaným trhem rozumí trh s investičními nástroji, který je organizován organizátorem v souladu s povolením vydávaným Českou národní bankou (dále jen „ČNB“). Regulovaný trh s deriváty v České republice provozuje především Burza cenných papírů Praha, a.s. (dále jen „BCPP), přičemž BCPP provozuje celkově dva regulované trhy a jeden neregulovaný trh, kterým je mnohostranný obchodní systém.

### 1.2.2. Devizový zákon

Další zmínku o derivátech nalezneme v devizovém zákoně č. 219/1995 Sb. O derivátech se zmiňuje ve svém § 1 písm. d) v rámci výčtu devizových hodnot. Devizovými hodnotami se podle tohoto zákona rozumí peněžní prostředky v cizí měně, zahraniční cenné papíry a penězi ocenitelná práva a závazky od nich odvozené, pro účely tohoto zákona označované jako finanční deriváty. Podle této definice se za deriváty považuje užší množina nástrojů, jedná se o deriváty, u nichž alespoň jeden podkladový nástroj je v cizí měně. V praxi se však stále jedná o poměrně širokou skupinu finančních nástrojů, jako jsou měnové deriváty, ale i úrokové deriváty v cizích měnách, akciové deriváty v cizích měnách, komoditní deriváty v cizích měnách, ale i úvěrové deriváty v cizích měnách.<sup>13</sup>

### 1.2.3. Občanský zákoník

Deriváty je třeba podle jejich povahy řadit mezi závazkové vztahy, neboť derivátový kontrakt není ničím jiným než smlouvou mezi dvěma či více stranami. Na povahu těchto smluv se objevují značné názorové odlišnosti. Někteří je považují za hry a sázky<sup>14</sup>, jistá část odborné veřejnosti v nich vidí povahu smlouvy pojistné, zejména kvůli jejich užití na zajištění. Jiní je jasně řadí mezi smlouvy inominátní či mezi smlouvy inominátní s prvky smlouvy kupní.

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník (dále jen „OZ“), který nahradil starý občanský zákoník z roku 1964, se hrám a sázkám věnuje v § 2873 a násl. Řadí je pod závazky ze smluv odvážných. Zahnutí derivátů mezi hry a sázky je vyloučeno díky § 2879 (nestandardní smlouva o dodávce movité věci) a § 2880 (nepoužitelnost

---

<sup>13</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada, 2002. 624 s. ISBN 80-247-0342-4. s. 37-38.

<sup>14</sup> Zastáncem této povahy derivátů je u odborné veřejnosti prof. Jílek. Naopak doc. Dvořák ve své publikaci tomuto názoru oponuje a tvrdí, že považovat deriváty za hry a sázky je z právního hlediska neodůvodněné a vzhledem k ekonomické podstatě derivátů i jejich praktickému použití nevhodné.

ustanovení o sázce) OZ, které uvádějí, že ustanovení o sázce se nepoužijí na smlouvy o dodání movité věci, které mají být vypořádány zaplacením rozdílu mezi smlouvenou a tržní cenou, a na všechny smlouvy, jejichž předměty jsou investiční nástroje podle ZPKT. 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. Zjevným cílem této exempce je vyloučit nevymahatelnost derivátových kontraktů. Ustanovení § 2879 se vztahuje na ten typ derivátových smluv, kdy se nejedná o fyzické vypořádání kontraktu, ale o finanční. Otázkou je, zda se v takovém případě jedná o smlouvu odvážnou či nikoli. Dle komentáře je doporučeno vykládat ustanovení tak, že se jedná o odvážné smlouvy, jelikož uzavírání smluv mezi podnikateli v souvislosti s jejich podnikáním a zahrnující pouze finanční vyrovnání nevyžaduje žádnou specifickou ochranu.<sup>15</sup>

Z toho lze tedy usuzovat, že po proběhlé rekodifikaci soukromého práva se finanční deriváty z hlediska jejich právního postavení řadí výhradně k inominátním smlouvám dle § 1746 odst. 2 OZ. Jejich vynutitelnost je tak zajištěna, nejedná se o naturální obligace.

#### **1.2.4. Zákon o obchodních korporacích**

Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích, dále jen „ZOK“) upravuje konkrétní typ opčního derivátu. Tímto derivátem je opční list k uplatnění přednostního práva dle § 295 ZOK. Opční list je možné vymezit jako druh cenného papíru vydaného akciovou společností, který opravňuje uplatnit přednostní právo na upsání akcií, jež mají být touto společností vydány ke zvýšení jejího základního kapitálu, nebo na získání vyměnitelných či

---

<sup>15</sup> MAREK, R., JEŽEK, V. *Cenné papíry v novém občanském zákoníku. Komentář*. 1.vyd. Praha: C.H. Beck, 2013. 462s. ISBN 978-80-7400-466-7. s. 395-396.

prioritních dluhopisů.<sup>16</sup> Komentář uvádí, že takto pojatý opční list lze z hlediska ZPKT označit jako jeden z tzv. investičních cenných papírů dle § 3 odst. 2 písm. d) ZPKT, který je současně též investičním nástrojem podle § 3 odst. 1 ZPKT. Lze tedy uvažovat jeho obchodování na regulovaném trhu za podmínek dle § 56 a §57 ZPKT.<sup>17</sup>

### 1.2.5. Účetní vymezení derivátů

Přesné vymezení derivátů je důležité i z hlediska účetnictví, neboť pouze za předpokladu detailní a jednoznačné definice můžeme deriváty správně a především jednotným způsobem účtovat. Od správného zaúčtování se nám pak dále odvíjí daňová povinnost účetních jednotek.

Definici finančních derivátů obsahují Mezinárodní standardy pro finanční výkaznictví (*International Financial Reporting Standards*, dále jen „IFRS“), které vydává Rada pro mezinárodní účetní standardy (*International Accounting Standards Board*, dále jen „IASB“). IASB v roce 2001 nahradila Komisi pro mezinárodní účetní standardy (*International Accounting Standards Committee*), která vydávala Mezinárodní účetní standardy (*International Accounting Standards*, dále jen „IAS“). Platí tak, že standardy IAS jsou postupně nahrazovány novými standardy pod označením IFRS. Tato úprava je často přejata od amerických účetních standardů US GAAP (*US Generally Accepted Accounting Principles*). Máme tedy dva mezinárodní účetní standardy (US GAAP a IAS/IFRS). Práce se dále věnuje výhradně standardům IAS/IFRS, protože česká úprava z nich do značné míry čerpá.<sup>18</sup>

Pro naše potřeby se konkrétně zaměříme na standard IFRS 9 Finanční nástroje (*IFRS 9 Financial Instruments*), který nahradil standard IAS 39 Finanční nástroje.

---

<sup>16</sup> KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., VÍTEK, J. *Právo cenných papírů*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2014. 264s. ISBN 978-80-7400-515-2. s. 91.

<sup>17</sup> BĚLOHLÁVEK, A. J. a kol. *Komentář k zákonu o obchodních korporacích*. Plzeň: Aleš Čeněk, 2013. 2733 s. ISBN 978-80-7380-451-0. s. 1318-1319.

<sup>18</sup> JÍLEK, Josef. *Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing a.s., 2006. 260 s. ISBN 80-247-1826-X. s 79-85.



Hlavním důvodem vzniku zcela nového standardu byly zejména potíže při praktické aplikaci staré úpravy. Standard IAS 39 byl kritizován pro svou složitost. Nový standard bude platit pro všechna finanční aktiva, která v současnosti spadají do působnosti standardu IAS 39, tedy zahrne i deriváty. Standard IFRS 9 měl být již původně povinně aplikován od 1. ledna 2013. Nakonec však jeho povinná aplikace byla odložena, neboť IASB vydala v červenci 2014 novou verzi standardu IFRS 9, který plně nahrazuje všechny verze předchozí. Nové datum pro povinnou aplikaci je stanoveno na 1. ledna 2018, je však možné začít s dobrovolnou aplikací již před tímto datem.<sup>19</sup>

Mezinárodní účetní standard IAS 39 vymezil derivát jako finanční nástroj 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“<sup>20</sup>, underlying). 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.*

Další výklad pak poskytují České účetní standardy. Tyto účetní standardy jsou vydávány na základě § 36 zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů. Vydává je Ministerstvo financí a jejich vydání oznamuje ve Finančním

---

<sup>19</sup> Deloitte. *Summaries of International Financial Reporting Standards – IFRS 9 Financial Instruments* [online]. [cit. 2015-11-29]. Dostupné z WWW: <http://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs9>

<sup>20</sup> Podkladovým aktivem derivátů mohou být úrokové míry, měnové kurzy, kurzy cenných papírů, ceny komodit (např. vzácné kovy, ropa, zemědělské produkty), tržní indexy (akciové či burzovní), ekonomické ukazatele (např. index spotřebitelských cen, inflace), úvěrové hodnocení (credit rating), počasí, emisní povolenky atd.

zpravodaji. Konkrétně se jedná o Český účetní standard č. 110. Podle tohoto standardu se pro účely účetnictví derivátem rozumí finanční nástroj současně splňující tyto podmínky:

- a) jeho reálná hodnota se mění v závislosti na změně úrokové sazby, ceny cenného papíru, ceny komodity, měnového kurzu, cenového indexu, na úvěrovém hodnocení (ratingu) nebo indexu, resp. v závislosti na jiné proměnné (tzv. podkladovém aktivu)
- b) který ve srovnání s ostatními typy kontraktů, v nichž je založena podobná reakce na změně tržních podmínek, vyžaduje malou nebo nevyžaduje žádnou počáteční investici
- c) který bude vypořádán v budoucnosti, přičemž doba sjednání obchodu do jeho vypořádání je u něho delší než u spotové operace.

Rovněž obsahuje negativní výčet nástrojů, které se za deriváty nepovažují:

- a) repo obchody;
- b) smlouvy o nákupu, nájmu (pronájmu) nebo prodeji dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku, zásob s výjimkou komodit, se kterými se obchoduje nebo může obchodovat na sekundárním trhu, jako jsou např. zemědělské produkty, nerostné produkty (včetně ropy), drahé kovy a energie, kdy jedna ze smluvních stran je oprávněna finančně se vypořádat. Výjimka se nevztahuje na smlouvy o komoditách uzavřené za účelem koupě, prodeje nebo užívání komodity, u nichž se očekává, že budou vypořádány dodáním komodity;
- c) smlouvy o nákupu nebo prodeji vlastních akcií, které budou vypořádány dodáním vlastních akcií;
- d) smlouvy, které vyžadují úhradu v souvislosti s klimatickými, geologickými nebo jinými fyzikálními faktory, pokud jsou považovány za pojistky. Splatná částka v případech pojistek vychází z výše ztráty vzniklé v účetní jednotce;

- e) *finanční záruky včetně akreditivů, které zajistí zaplacení dluhu v případě, že dlužník jej k datu splatnosti neuhradí.*<sup>21</sup>

### 1.3. Historický vývoj derivátových obchodů

Trhy s deriváty se vyvinuly jako reakce na nejistotu v budoucím vývoji cen. Vznikly z praktické potřeby řídit riziko. Derivátové trhy umožňují zajišťovatelům vyhnout se rizikům za určitou cenu tím, že umožňují přenos rizika na spekulanty, kteří naopak takové riziko vyhledávají.<sup>22</sup>

Prvotní zmínky o derivátech nalezneme daleko v období před naším letopočtem. Údaje o opcích jsou obsaženy již v Chamurabiho zákoníku před 3 800 lety. V jednom z paragrafů zákoníku se hovoří o tom, že v případě neúrody, kdy farmáři mají ztráty, osoby, nemusejí splácet jeden rok úroky.<sup>23</sup> Jeden z prvních možných příkladů obchodování s deriváty můžeme nalézt v Bibli v První knize Mojžíšově, kde se praví, že zhruba v 17. stol. př. n. l. Jákob uzavřel smlouvu se svým strýcem, na základě které byl oprávněn oženit se s jeho dcerou Ráchel. Smlouva měla být vypořádána až za sedm let, během kterých měl Jákob pro svého strýce pracovat. Další případ nejstarších derivátových kontraktů můžeme hledat u Aristotela v souvislosti s filosofem Thaletem. Ten předpověděl na základě svého studia oblohy, že při nadcházející sklizni bude hojná úroda oliv. Uzavřel pak ve své podstatě opční kontrakt na možnost využití lisů na olivy při nadcházející sklizni za nízkou opční prémie. Nadcházející sklizeň byla skutečně

---

<sup>21</sup> Český účetní standard pro finanční instituce č. 110 [online]. Finanční zpravodaj Ročník XXXVIII, 12/2, 31.12.2004 [cit. 2015-11-28]. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/legislativni\\_zakladna/penzi\\_jni\\_spolecnosti\\_a\\_fondy/download/finzpr\\_03\\_2004.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/penzi_jni_spolecnosti_a_fondy/download/finzpr_03_2004.pdf)

<sup>22</sup> JÍLEK, Josef. *Kapitálový a derivátový trh*. 1. vyd. Praha: Bankovní institut, 1998, iii, 370 s. s. 222.

<sup>23</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada, 2002. 624 s. ISBN 80-247-0342-4. s. 99-100.

veliká, Thales využil svého opčního práva k užití lisů, po kterých byla velká poptávka a mohl je tak dále pronajímat za vysokou cenu.<sup>24</sup>

Zárodky derivátových obchodů ve standardní podobě pak vznikají ve 12. století v Itálii a Holandsku na komoditních trzích. Nejstarší burza vznikla v roce 1531 v Antverpách. Deriváty byly hojně využívány při tzv. Tulipánové horečce, která vypukla v Holandsku v roce 1637. Díky prudkým cenovým výkyvům zde obchodníci uzavírali termínované obchody na budoucí dodávky tulipánových cibulek. Postupem času se však centrem obchodu s těmito instrumenty stal Londýn. K velkému rozmachu následně došlo ale až ve 2. polovině 19. století v Chicagu a New Yorku. Významnou událostí bylo založení burzy s komoditními deriváty Chicago Board of Trade (dále jen „CBOT“) v roce 1848, na které docházelo k centralizovanému obchodu s obilím. Po ní byla dále založena plodinová burza Chicago Mercantile Exchange (dále jen „CME“) v roce 1874. Je třeba si uvědomit, že na těchto burzách se obchodovalo v této době stále jen s komoditními deriváty. Teprve v roce 1972 CME umožnila obchodování s finančními deriváty.<sup>25</sup> Souvisí to se zánikem Brettonwoodského systému, který umožňoval výměnu dolarů za zlato v pevně stanoveném poměru a který po 2. světové válce nahradil systém zlatého standardu. Po jeho zrušení a dále ve spojitosti s velkými výkyvy na světovém trhu počátkem 70. let 20. století (ropné šoky) vznikla situace, kdy investoři nemohli žádným způsobem snižovat svoje riziko z portfolia cenných papírů. Tímto novým mechanismem se právě staly finanční deriváty.<sup>26</sup> Měnové a úrokové deriváty pak začaly být obchodovány až od 2. poloviny 20. století, ještě později pak deriváty kreditní, deriváty na počasí či na energie.<sup>27</sup> Na derivátové burze Eurex se dnes lze také setkat s futures a opcemi na burzovně obchodované fondy ETF (*Exchange*

---

<sup>24</sup> CHANCE, Don M. *Essays in Derivatives: risk-transfer tools and topics made easy*. 2nd ed. Hoboken, N.J.: John Wiley, 2008. ISBN 978-0-470-08625-4. s. 7.

<sup>25</sup> WHALEY, Robert E. *Derivatives: markets, valuation and risk management*. Hoboken, N.J.: Wiley, 2006. s. 16-17.

<sup>26</sup> SOJKA, Zdeněk, MANDELÍK, Petr. *Komoditní a finanční deriváty: Úvod do problematiky*. 1. vyd. Brno: Akademické nakladatelství CERM, s.r.o., 2006. s. 73. ISBN 80-214-3253-5. s. 4.

<sup>27</sup> WITZANY, Jiří. *Financial Derivatives - Valuation, Hedging and Risk Management*. 1. vyd. Praha: OECONOMICA, 2013. 374 s. ISBN 978-80-245-1980-7. s. 7-8.

*Traded Funds*).<sup>28</sup> K opravdu prudkému vzestupu obchodů s finančními deriváty došlo na přelomu 20. a 21. století především díky zvýšení volatility úrokových sazeb, měnových a akciových kurzů a mohutnému rozvoji finančního inženýrství.<sup>29</sup>

#### 1.4. Účel derivátů a rizika spjatá s derivátovými obchody

V praxi se termínované obchody využívají ke třem nejčastějším účelům:

1. Hedging (zajištění) proti budoucím rizikům - zejména díky fixaci ceny určitého aktiva ke sjednanému datu v budoucnosti.
2. Spekulace - zejména díky jejich pákovému efektu, spekulant sjednává derivát se záměrem profitovat na cenovém vývoji a sází buď na růst, nebo na pokles ceny podkladového aktiva.
3. Arbitráž - založena na využití cenových diferencí, které mohou vzniknout z hlediska teritoriálního či časového, typický arbitrážér tak na relativně podhodnoceném trhu instrumenty nakupuje a následně pak na relativně nadhodnoceném trhu okamžitě prodává.<sup>30</sup>

Největšími uživateli finančních derivátů jsou komerční banky, investiční firmy, hedgeové fondy, penzijní fondy, pojišťovny, investiční a podílové fondy, velké korporace, vývozcí a dovozcí. Tyto subjekty je využívají k řízení finančních a investičních rizik.<sup>31</sup> Podobně jako další instrumenty však deriváty představují i značná rizika pro danou instituci, zejména tedy riziko úvěrové, tržní, operační, právní či systémové riziko. Úvěrové riziko je rizikem ztráty v důsledku toho, že smluvní partner

---

<sup>28</sup> STUPAVSKÝ, Michal. *Začalo to obilím a zatím skončilo počasím* [online]. 2007 [cit. 2015-11-28]. Dostupné z WWW: <http://www.penize.cz/investice/19026-zacalo-to-obilim-a-zatim-skoncilo-pocasim>

<sup>29</sup> MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5. s. 79-80.

<sup>30</sup> DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. 1. přeprac. vyd. Praha: Oeconomica, 2006, 297 s. ISBN 80-245-1033-2. s. 39-40.

<sup>31</sup> MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5. s. 81.

nebude provádět dohodnuté platby. Tržní riziko je riziko, že se sníží hodnota určitého portfolia, jestliže se změní podmínky na trhu. Operační riziko plyne z nesprávných systémů a řízení, nesprávného plánování, lidských chyb a chyb v rozhodování managementu. Systémové riziko je způsobeno propojeností trhů, kdy se šok z jednoho trhu rychle přenesení na další trh.<sup>32</sup>

Obecně lze shrnout, že užití finančních derivátů přináší pozitiva, ale s jejich využíváním jsou spojena i nebezpečí. Hlavní obavy souvisí s možností příliš vysokého pákového efektu derivátů umožňující nezdravou spekulaci a příliš velké objemy finančních derivátů v rukou bank vysoce převyšující jejich kapitál.<sup>33</sup>

Tato rizika spojená s deriváty lze demonstrovat na mnoha případech. Mezi největší skandály a pohromy spjaté s deriváty z 90. let 20. století a po roce 2000 patří např. kauza Metallgesellschaft, Barings Bank, LTCM, Amaranth Advisors, Société Générale atd.<sup>34</sup> Právě například kauzu velkého hedgeového fondu Long-Term Capital Management (dále jen „LTCM“) je přímo názornou ukázkou jednoho z největších případů derivátových krachů. Tento fond byl založen Johnem Meriwetherem, ten záměrně založil fond jako hedgeový, neboť se na ně nevztahovala regulace (ta postihovala například fondy podílové). Fond byl rovněž registrován na Kajmanských ostrovech z důvodů regulačních a daňových. V investorech však vzbuzoval značnou důvěryhodnost, neboť v něm působili i nositelé Nobelovy ceny za ekonomii za přínos v oblasti oceňování derivátů Myron Scholes a Robert Merton. Postupně nabral od investorů stovky miliónů dolarů. V roce 1993 fond začal obchodovat s prostředky přesahující 1 miliard dolarů, na koci roku 1997 hospodařil již s kapitálem přesahujícím 7 miliard dolarů. Fond využíval agresivní investiční strategii založenou na statistických modelech, spekuloval na úrokové diskrepance a využíval velkého pákového efektu. Fond využíval arbitrážních obchodů založených na statistickém oceňování rozdílu mezi očekávanou cenou derivátu a tržní cenou derivátu. Zpočátku byl díky tomu fond schopen

---

<sup>32</sup> JÍLEK, Josef. *Kapitálový a derivátový trh*. 1. vyd. Praha: Bankovní institut, 1998, iii, 370 s.

<sup>33</sup> ZÁŠKODNÝ, Přemysl, PAVLÁT, Vladislav, BUDÍK, Josef. *Finanční deriváty a jejich oceňování*. 1. vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2007. s. 162. ISBN 978-80-86754-4. s. 13.

<sup>34</sup> KOLB, Robert, OVERDAHL James. *Financial Derivatives: Pricing and risk management*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2010. ISBN 978-0-470-49910-8. s. 313-314.

generovat nadprůměrné výnosy z obchodování (uvádí se ročně kolem 40 %). LTCM fungoval však převážně proto, že byl podporován největšími americkými investičními bankami. Ty do LTCM investovaly, obchodovaly s ním a půjčovaly mu obrovské sumy peněz. K samotnému pádu fondu pak stačilo vypuknutí finanční krize v Rusku a v Asii, probíhající zejména v roce 1997-1998, kdy fond musel likvidovat řadu svých pozic za velmi nepříznivých podmínek, čímž prudce klesl jeho kapitál. Na počátku roku 1998 byla velikost pákového efektu fondu 25:1 (aktiva/vlastní kapitál), v důsledku krize páka stoupla až na závratných 250:1. Dá se říct, že právě pákový efekt v kombinaci s investováním na nelikvidních trzích byly hlavní příčinou počátečních úspěchů, ale také pozdějších problémů a následného krachu fondu. Americká centrální banka Federální rezervní systém (dále jen „FED“) poskytla fondu finanční výpomoc z fondu věřitelů i od velkých bank na Wall Street, aby jeho pádem zabránila ještě většímu kolapsu na finančním trhu. Po této finanční injekci fond působil dále, došlo k jeho stabilizaci, nicméně v roce 2000 byl zlikvidován. Ztráta LTCM byla celkově vyčíslena na 4,6 mld. dolarů a většina této ztráty měla právě svůj původ v derivátových kontraktech.<sup>35</sup>

## 1.5. Způsoby obchodování s deriváty

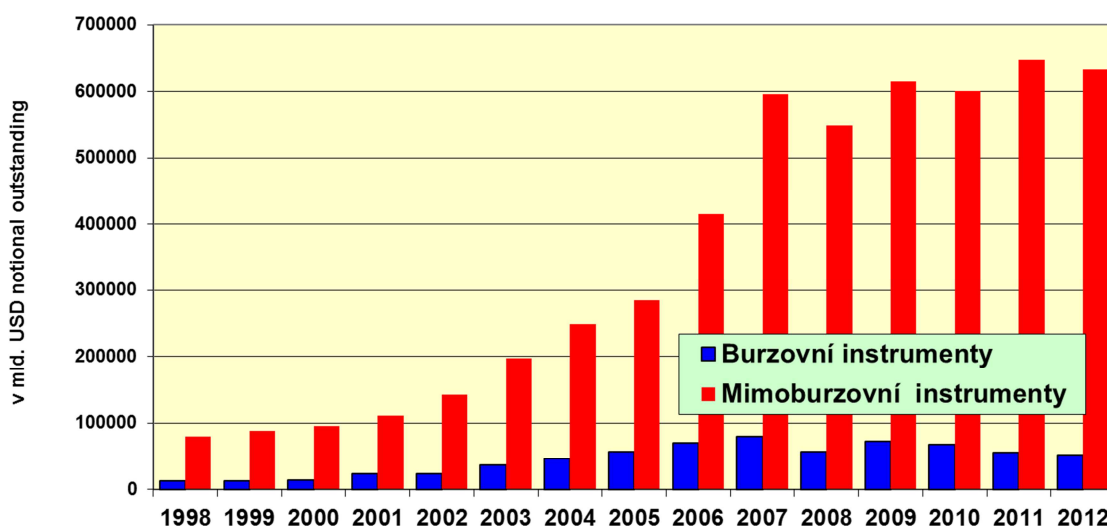
Deriváty jsou obchodovány burzovně nebo mimoburzovně (pak obvykle hovoříme o tzv. OTC derivátech neboli *over-the-counter*). Burzovní deriváty mají vysokou standardizaci, vysokou likviditu a za provedení obchodu se zaručuje clearingový dům. Jsou obchodovány na specializovaných derivátových burzách. Jako záruka funguje marže, která je vybírána od stran obchodu. Mimoburzovní deriváty se vytváří podle požadavku zúčastněných smluvních stran, mají zpravidla nižší stupeň likvidity a jejich

---

<sup>35</sup> JÍLEK, Josef. *Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing a.s., 2006. 260 s. ISBN 80-247-1826-X. s 163-185.

provedení není garantováno vypořádacím centrem. V současné době je stav takový, že mimoburzovní deriváty výrazně převyšují burzovní deriváty.<sup>36</sup>

**Graf č. 1: Vývoj světového objemu derivátových obchodů**



Zdroj: Dvořák, 2013

### 1.5.1. Systém obchodování burzovních derivátů

Za základní charakteristiky, které odlišují burzovní deriváty od těch mimoburzovních, patří:

- Sjednávání obchodů na burze
- Standardizovanost kontraktů
- Denní vyrovnávání zisků a ztrát
- Možnost vyrovnání pozice prostřednictvím pozice zrcadlové
- Garance clearingového domu za splnění kontraktu<sup>37</sup>

<sup>36</sup> MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 520 s. ISBN 80-86929-70-5. s. 8.



Obchodování probíhá na derivátových burzách, což je centrální místo, kde se střetává nabídka a poptávka. Burzy stanovují vlastní ekonomická a etická pravidla obchodování, publikují a shromažďují informace o vývoji trhu. Burzy jsou založeny na členském principu. Členství lze nabývat jednak zakoupením křesla (*seats*) od stávajícího člena. Toto je typické pro severoamerické derivátové burzy, kde je počet míst na burze limitován a členství je vyhrazeno pouze fyzickým osobám. Druhý způsob je přijetím za člena burzy v případě splnění podmínek. Členství je obvykle spjato s určitým poplatkem. Tento způsob je typický pro evropské burzy, kde není počet členů burzy omezen a členy jsou i právnické osoby.

Mezi základní výhody členství na burze patří samozřejmě fyzický přístup k obchodování na burze, člen burzy tak nemusí platit určité poplatky za zprostředkování obchodů na burze (naopak je může sám vybírat). Dále obchodovatelné členství lze chápat i jako specifický druh investice (cena burzovního křesla se v čase mění), z členství také vyplývá právo podílet se na řízení burzy.

Obchodník s deriváty na burze je subjekt, který je členem dané burzy a má příslušnou licenci ke zprostředkování obchodů. Na jedné straně přímo sjednává kontrakty na burze, na druhé straně je protistranou ve vztahu ke klientovi. Fyzická osoba, která provádí samotné obchody na derivátové burze, se pak označuje jako makléř.

Clearingový dům (*clearing house*) je podstatnou součástí burzy. Hraje velmi důležitou roli při provádění, zúčtování a vypořádání burzovních derivátových kontraktů. Provádí průběžné zúčtování a vypořádání denních zisků a ztrát, vypořádání obchodů v době splatnosti, eliminuje úvěrové riziko kontraktu. Clearingový dům vystupuje jako centrální protistrana obchodů, garantuje tak splnění všech obchodů, které mají členové clearingového domu sjednány. Je třeba upozornit, že členství na burze se nekryje se

---

<sup>37</sup> DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. 1. přeprac. vyd. Praha: Oeconomica, 2006. 297 s. ISBN 80-245-1033-2. s. 105-136.

členstvím v clearingovém domě, to znamená, že ne každý člen burzy je jeho členem. Garanci splnění poskytuje clearingový dům pouze svým členům.<sup>38</sup>

#### Největší světové derivátové burzy:

- CME Group Inc. – patří mezi největší globální integrované burzovní firmy. Jedná se o veřejně obchodovatelnou společnost, která v současné době provozuje celkem čtyři derivátové burzy v Chicagu a v New Yorku. Patří sem např. CME – jedna z největších světových derivátových burz v oblasti akciových a měnových derivátů, dále CBOT – byla původně nejstarším světovým trhem burzovně obchodovaných finančních derivátů, v současné době se zde obchoduje převážně se zemědělskými deriváty, s krátkodobými úrokovými futures a s opcemi na futures.
- NYSE Liffe Holdings LLC – je dceřinou společností největší světové globální burzovní firmy NYSE Euronext, která provozuje derivátové burzy zejména na území evropského kontinentu. Skládá se z derivátového trhu v Londýně, Amsterdamu, Bruselu, Paříži a Lisabonu.
- Eurex AG – švýcarsko-německá burzovní firma významná především jako provozovatel burzovních derivátových trhů v Evropě, používá elektronický burzovní systém. Je součástí EUREX Group a je vlastněna Deutsche Börse.<sup>39</sup>

---

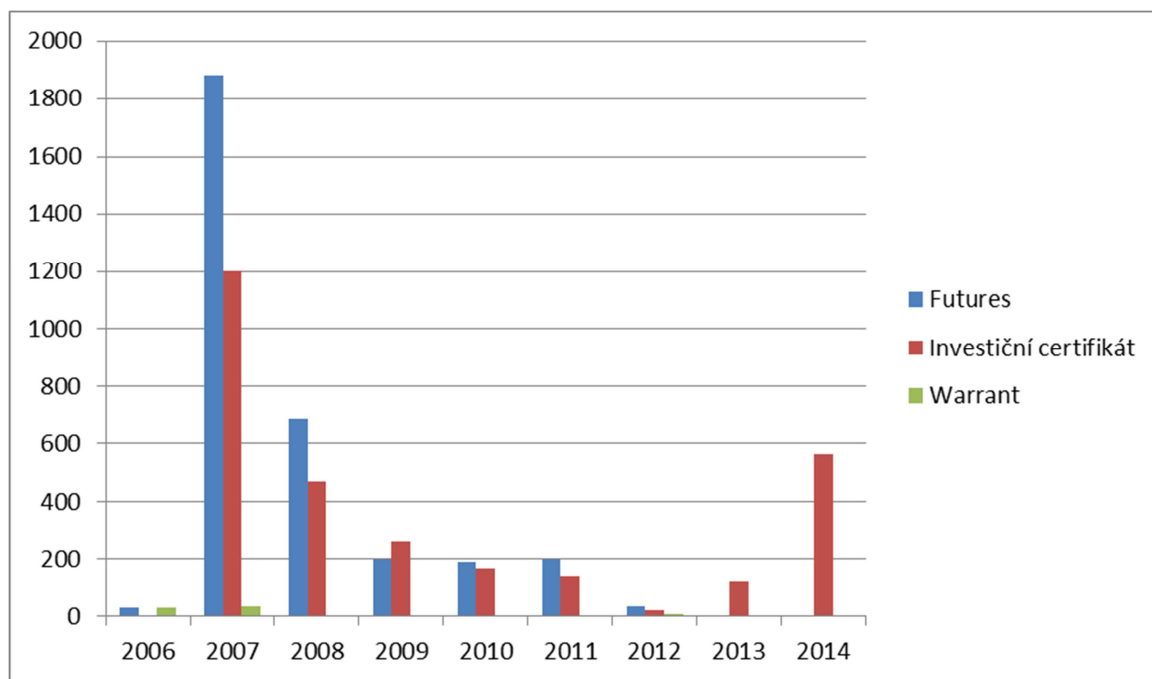
<sup>38</sup> DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. 1. přeprac. vyd. Praha: Oeconomica, 2006. 297 s. ISBN 80-245-1033-2. s. 105-136.

<sup>39</sup> MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd.. Praha: Ekopress, 2010. 520 s. ISBN 80-86929-70-5. s. 105-107.

### 1.5.2. Český trh finančních derivátů

Český trh finančních derivátů se začal vytvářet od začátku 90. let 20. století. Zejména banky začaly využívat finanční deriváty jako nástroj k řízení finančních rizik. Obchodování s finančními deriváty se na našem území uskutečňuje především mimoburzovně. Burzovní obchodování se připravovalo také již od poloviny 90. let minulého století, nicméně obchodování s nimi bylo započato až na BCPP na podzim roku 2006, kdy konečně byly splněny veškeré podmínky a kdy ČNB pro tento typ obchodů vydala povolení. Evidenci kontraktů, denní vypořádání zisků a ztrát a konečné vypořádání provádí Centrální depozitář cenných papírů. Celkově ale počet uzavřených kontraktů a jejich celkové objemy jsou ve srovnání s jinými evropskými derivátovými burzami na velmi nízké úrovni.<sup>40</sup>

**Graf č. 2: Vývoj objemu obchodů s derivátovými kontrakty na BCPP**



Zdroj: vlastní zpracování dle dat BCPP, 2015

<sup>40</sup> MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 520 s. ISBN 80-86929-70-5. s. 107-109.

### Poskytovatelé obchodů s deriváty v České republice:

- Burza cenných papírů Praha, a.s. (BCPP) – je první českou burzou, na které bylo obchodováno s finančními deriváty. V roce 2008 se jejím majoritním akcionářem stala Wiener Börse AG. V roce 2009 se burza stala součástí středoevropské skupiny burz cenných papírů CEE Stock Exchange Group AG (dále jen „CEESEG“).<sup>41</sup> Dříve obchodované futures produkty již na BCPP nejsou a jsou nyní s ohledem na záměr CEESEG obchodovat deriváty v rámci skupiny na jednom trhu obchodovány na platformě Eurex Vienna. Derivátové obchody z BCPP jsou tedy CEESEG cíleně přesouvány na evropský trh a ten český v důsledku toho upadá.<sup>42</sup> Na BCPP jsou z derivátových instrumentů tak obchodovány pouze investiční certifikáty a warranty a to v zanedbatelném objemu obchodů. V zásadě lze tedy říci, že obchodování s deriváty je na BCPP téměř mrtvé. Důvodem pro tento stav je především přesun investorů na spotový trh, dále na jiné evropské derivátové burzy, a to zejména kvůli ukončení obchodování s futures v rámci strategie CEESEG a také vyšší likvidita a spektrum nástrojů evropských derivátových burz. Investoři se také přesunuli na dříve neregulované OTC trhy.
- POWER EXCHANGE CENTRAL EUROPE, a.s. (dále jen „PXE“) – další možnost pro obchodování s deriváty na našem území. Jde o dceřinou společnost BCPP, která je součástí CEESEG. PXE je burzou, na které je obchodováno s komoditními futures na dodávky elektrické energie s místem dodání v Česku, na Slovensku, v Maďarsku, Polsku a Rumunsku. PXE dále provozuje od konce roku 2013 CEGH Czech Gas Exchange, burzu umožňující obchodování s komoditními futures na dodávky zemního plynu.<sup>43</sup>

---

<sup>41</sup> VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9. s. 121.

<sup>42</sup> *Ukončení obchodování futures na BCPP* [online]. Burza cenných papírů Praha, a.s., 2012 [cit. 2015-11-25]. Dostupné z WWW: <https://www.pse.cz/Novinky/Detail.aspx?ka=2695&language=czech>

<sup>43</sup> *Co je PXE? – Power Exchange Central Europe, a.s.* [online]. Power Exchange Central Europe, a.s. [cit. 2015-11-25]. Dostupné z WWW: <http://www.pxe.cz/dokument.aspx?k=Co-Je-PXE>

## 1.6. Smluvní dokumentace derivátů

Smluvní dokumentaci derivátů rozlišujeme dle toho, zda se jedná o kontrakt obchodovaný na burze nebo mimo burzu. V případě burzovních derivátů musí investor sjednat svou povahou komisionářskou smlouvu o obstarání koupě nebo prodeje burzovního derivátu. Jiná situace je u OTC derivátů, při jejichž sjednávání se používá standardizovaná smluvní dokumentace, kterou vydává Mezinárodní asociace pro swapy a deriváty (*International Swaps and Derivatives Association*, dále jen „ISDA“).<sup>44</sup> Tyto smlouvy slouží ke zrychlení obchodování na OTC trzích, snižují administrativní náklady a přispívají ke sjednocení právní dokumentace.

ISDA byla založena v roce 1985. V současné době má přes 800 členů z 64 zemí a jejím sídlem je New York. Cílem činnosti je zajistit bezpečné a efektivní obchodování s deriváty na OTC trzích. Vytvoření rámcové smlouvy pro obchodování s OTC deriváty (tzv. *ISDA Master Agreement 2002*) má sloužit k posílení právní jistoty a ke snížení úvěrového rizika. *ISDA Master Agreement 2002* je rámcová smlouva, která obsahuje obecné podmínky derivátových transakcí jako je způsob uzavírání, platební započtení, daňové prohlášení stran, základní korporátní prohlášení a závazky, navýšení plateb o případnou srážkovou daň (*tax gross-up*), události selhání a ukončení, ukončení a závěrečné vyrovnání.<sup>45</sup>

Českou verzi ISDA rámcové smlouvy vypracovala Česká bankovní asociace. Je nazývána jako Rámcová smlouva o obchodování na finančním trhu (*Czech Master Agreement*). Umožňuje bankám používat jednotný formát smlouvy pro obchodování na finančním trhu. Tuto smlouvu uznává i ČNB.<sup>46</sup>

---

<sup>44</sup> PLÍVA, Stanislav. *Bankovní obchody*. 1. vyd. Praha: ASPI, 2009. 220 s. ISBN 978-80-7357-433-8. s. 160.

<sup>45</sup> PLÍVA, Stanislav. *Bankovní obchody*. 1. vyd. Praha: ASPI, 2009. 220 s. ISBN 978-80-7357-433-8. s. 160-161.

<sup>46</sup> PLÍVA, Stanislav. *Bankovní obchody*. 1. vyd. Praha: ASPI, 2009. 220 s. ISBN 978-80-7357-433-8. s. 165.

## 2. Představení jednotlivých druhů derivátů

### 2.1. Forwardy

Forwardy jsou pevné (tedy neodvolatelné) termínované kontrakty. Jsou uzavírány smluvně. Forward je druh mimoburzovního (OTC) derivátu. Je to smlouva mezi dvěma subjekty o koupi a prodeji aktiva za předem sjednanou cenu ve stanoveném termínu v budoucnosti. Okamžik uzavření obchodu se tedy liší od okamžiku vypořádání. Pozice dávající právo a zároveň povinnost v budoucnu koupit se označuje jako dlouhá (*long*). Pozice, která naopak dává právo a povinnost prodat, se označuje jako krátká (*short*).<sup>47</sup> Výhodou forwardů oproti například futures kontraktům je to, že jde o přímé obchody, tzn. stranám kontraktu je dána možnost sjednat si mezi sebou individuální podmínky. Na druhou stranu nefunguje zde žádný zprostředkovatel obchodu (clearingové centrum), proto je nutno počítat s rizikem jeho nevypořádání.

Mezi nejpoužívanější druhy forwardových kontraktů z hlediska druhu podkladového aktiva patří úrokové forwardy (zejména *Forward rate agreement*, dále jen „FRA“), měnové forwardy, akciové forwardy, komoditní forwardy, úvěrové forwardy aj.<sup>48</sup>

---

<sup>47</sup> PLÍVA, Stanislav. *Bankovní obchody*. 1. vyd. Praha: ASPI, 2009. 220 s. ISBN 978-80-7357-433-8. s. 152.

<sup>48</sup> REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. 760 s.. ISBN 978-80-247-3671-6. s. 487.

### 2.1.1. FRA

FRA je úrokový forward, u kterého dochází k výměně úroku stanoveného na základě pevné úrokové sazby za úrok stanovený na základě pohyblivé (tržní) úrokové sazby. Je to nestandardizovaný mimoburzovní derivát.

Vznik FRA se datuje do poloviny 80. let 20. století ve Švýcarsku, poté tento instrument zaznamenal dynamický nárůst a rozšířil se prakticky po celém světě. Ve smlouvě o FRA musí být sjednány podmínky kontraktu, typicky jsou to subjekty sjednávající kontrakt (kupující a prodávající FRA), FRA sazba (fixní úroková sazba), FRA období (určena dvěma lhůtami, např. FRA 6 na 9 znamená, že FRA období začíná za 6 měsíců a trvá 3 měsíce), nominální hodnota FRA, měna, referenční úroková sazba (určitá tržní úroková sazba, využívají se hojně mezibankovní sazby typu LIBOR, EURIBOR či pro korunové FRA sazba PRIBOR), termín plnění (výše plnění odvozena z rozdílu mezi FRA sazbou a referenční sazbou v rozhodný den).

FRA využívají ekonomické subjekty v zásadě ze dvou důvodů. Za prvé prodávající FRA k zajištění kapitálu investovaného do úrokových instrumentů citlivých na vývoj úrokových sazeb proti poklesu úrokových sazeb. Na druhé straně kupující FRA k zajištění svých pohyblivě úročených závazku proti vzestupu tržních úrokových sazeb.<sup>49</sup>

---

<sup>49</sup> DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. 1. přeprac. vyd. Praha: Oeconomica, 2006. 297 s. ISBN 80-245-1033-2. s. 47-66.

## 2.2. Futures

Futures jsou oproti forwardům typem standardizovaných burzovních instrumentů obchodovaných na speciálních termínovaných burzách. Futures mají standardizované podmínky, tzn. přesně je definována jednotka (příp. kvalita) podkladového aktiva, způsob vypořádání, měna, datum vypořádání, poslední obchodní den apod. Plnění obchodu garantuje clearingový dům.<sup>50</sup>

Za základ moderních futures trhů lze považovat založení CBOT v roce 1848. Ve 20. letech 20. století byl vytvořen první clearingový dům. Futures existovaly dlouhou dobu pouze jako obchody, kde podkladovým aktivem byly různé komodity. První kontrakt na finanční instrument byl vytvořen až v roce 1972, pro tyto futures se vžilo označení financial futures.<sup>51</sup>

Financial futures lze definovat jako pevnou dohodu mezi dvěma partnery, která jim dává právo a současně povinnost koupit (resp. prodat) k standardizovanému termínu v budoucnosti standardizované množství určitého instrumentu za předem sjednanou termínovou (futures) cenu. Mezi hlavní výhody futures jako standardizovaných burzovních derivátů patří to, že je zde soustředěna poptávka a nabídka na jednom místě, eliminují úvěrové riziko protistrany, umožňují průběžné zúčtování zisků a ztrát, dávají možnost kdykoliv v podstatě odstoupit od sjednaného kontraktu díky možnosti uzavřít otevřenou pozici jejím odprodejem.<sup>52</sup>

Mohou být obchodovány na parketu nebo v podobě elektronických burz. Druhá možnost v současné době představuje dominantní objem obchodů. Jsou obchodovány prostřednictvím členů burzy. To znamená, že klient dává příkazy obchodníkovi, který je poté předává na burzu. Ke sjednání obchodu dochází tehdy,

---

<sup>50</sup> MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 520 s. ISBN 80-86929-70-5. s. 98.

<sup>51</sup> DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. 1. přeprac. vyd. Praha: Oeconomica, 2006. 297 s. ISBN 80-245-1033-2. s. 137-139.

<sup>52</sup> DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. 1. přeprac. vyd. Praha: Oeconomica, 2006. 297 s. ISBN 80-245-1033-2. s. 146-156.



pokud se najdou dva subjekty, jejichž příkazy ke koupi u jednoho, resp. k prodeji u druhého, se shodují ve svých podmínkách. To znamená, že dojde k tzv. spárování příkazů (*matching*). V průběhu doby do splatnosti dochází k dennímu vypořádání zisků a ztrát prostřednictvím maržového systému.<sup>53</sup> Oproti forwardům u futures dochází k průběžným platbám marží a konečné vypořádání obchodu se děje za cenu stanovenou poslední den trvání obchodu. U forwardů k žádným platbám před splatností nedochází a k vypořádání dochází na konci trvání obchodu za cenu sjednanou na začátku obchodu.<sup>54</sup>

Burza, tedy její clearingové centrum (centrální protistrana) je v pozici zprostředkovatele obchodů a oběma stranám garantuje splnění obchodu. Za riziko nesplněné závazku z obchodu platí obchodníci marži. Kupující i prodávající musí při otevírání svých pozic složit právě u clearingového centra počáteční marži (*initial margin*), která má právě clearingovému centru pokrýt případné ztráty, pokud jedna ze stran nebude schopna splnit sjednaný kontrakt. Výše marže se mění, odvíjí se z maximální jednodenní změny ceny futures na trhu. Na denní bázi tak dochází k průběžnému (dennímu) vypořádání zisků a ztrát až do dne splatnosti. Výši marže je třeba tedy průběžně doplňovat, když obchodník nedoplní, pozici mu clearingový dům uzavře. Futures se většinou nedrží do splatnosti, strany svou pozici obvykle uzavřou ještě před splatností otevřením zrcadlové (opačné) pozice.<sup>55</sup>

Mezi nejčastější druhy z hlediska podkladových aktiv patří úrokové futures, měnové futures, akciové futures, indexové futures a komoditní futures.<sup>56</sup>

---

<sup>53</sup> DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. 1. přeprac. vyd. Praha: Oeconomica, 2006. 297 s. ISBN 80-245-1033-2. s. 146-156.

<sup>54</sup> PLÍVA, Stanislav. *Bankovní obchody*. 1. vyd. Praha: ASPI, 2009. 220 s. ISBN 978-80-7357-433-8. s. 153.

<sup>55</sup> PLÍVA, Stanislav. *Bankovní obchody*. 1. vyd. Praha: ASPI, 2009. 220 s. ISBN 978-80-7357-433-8. s. 153-154.

<sup>56</sup> REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. 760 s. Partners. ISBN 978-80-247-3671-6. s. 498.

## 2.3. Swapy

Swapy jsou nejvýznamnější mimoburzovní OTC finanční deriváty. Swapové kontrakty jsou termínované smlouvy, kdy se dva subjekty vzájemně zavazují vyměnit si mezi sebou dohodnutá předmětná aktiva nebo finanční toky za předem pevně stanovených podmínek ve více termínech v budoucnosti. Obecně je lze tedy charakterizovat jako smluvně sjednanou směnu předem stanoveného cash flow mezi dvěma či více subjekty v určitých termínech v budoucnosti. Swap je v podstatě sérií forwardů.<sup>57</sup> Swapový trh funguje od počátku 80. let 20. století. V roce 1984 byla založena ISDA, která standardizovala kontrakty a obchodní mechanismus.<sup>58</sup> Předchůdcem swapů byly paralelní půjčky (*parallel loans*), které vznikly ve Velké Británii jako prostředek obejítí opatření k zabránění odlivu britského kapitálu. Vláda totiž v 70. letech 20. století zavedla daně na devizové transakce, aby se znevýhodnil odliv kapitálu a podpořily domácí investice. Pomocí paralelních půjček bylo možné toto opatření obejít. Z paralelního úvěru se dále vyvinul tzv. zpětný úvěr (*back-to-back loan*).<sup>59</sup>

Swapy zahrnují celou škálu modifikací či kombinací s jinými deriváty. Můžeme je členit na standardizované a nestandardizované. Dále rozlišujeme swapy aktivní a swapy pasivní. Pasivní swapy představují směnu závazků, tedy položek ze strany pasiv swapových partnerů. Aktivní swapy jsou swapy, kde dochází k výměně plateb vázaných na pohledávky swapových partnerů.<sup>60</sup>

Swapové kontrakty jsou podobně jako FRA sjednávány především bankami. Swapy lze využívat k zajištění úrokového či měnového rizika nebo lze pomocí nich

---

<sup>57</sup> REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. 760 s. Partners. ISBN 978-80-247-3671-6. s. 503-504.

<sup>58</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. 2. upravené vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2010. 632s. ISBN 978-80-247-3696-9. s. 321-322

<sup>59</sup> LIŠKA, Václav, GAZDA, Jan. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. 525 s. ISBN 80-86419-63-0. s. 58

<sup>60</sup> DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. 1. přeprac. vyd. Praha: Oeconomica, 2006. 297 s. ISBN 80-245-1033-2. s. 74-75.

na vývoj tržních úrokových sazeb nebo měnových kurzů spekulovat. Rovněž je lze využít ke snížení nákladů na získání kapitálu v požadované struktuře.<sup>61</sup>

Opět můžeme rozlišovat úrokové swapy, měnové swapy, akciové swapy či swapy úvěrového selhání.<sup>62</sup> Úrokový swap je smluvně sjednaná opakovaná směna určitých úrokových plateb ve stejné měně, které nastávají v dohodnutých termínech v budoucnosti a vztahují se k dohodnuté nominální hodnotě a úrokovým obdobím. Můžeme rozlišit klasický úrokový swap, kde dochází k platbě pevného úroku proti pohyblivému, nebo bazický úrokový swap, kde je to pohyblivý úrok proti pohyblivému úroku. Měnový swap je situace, kdy jsou úrokové platby denominované ve dvou různých měnách. Akciový swap je výměnou pevných úroků za výnos odvozený od akcií. Existuje i tzv. koktejlový swap, který je kombinací různých swapů, obvykle úrokových a měnových. Důvodem vzniku koktejlových swapů je především to, že některý ze swapových partnerů nemůže na trhu nalézt přímo partnera, který by s ním sjednal swap v požadované struktuře.<sup>63</sup>

## 2.4. Opční kontrakty

### 2.4.1. Opce

Opce představuje smlouvu mezi kupujícím opce a prodávajícím opce, která opravňuje kupujícího opce koupit (popř. prodat) podkladové aktivum za předem stanovenou realizační cenu v den splatnosti nebo kdykoliv během stanovené doby. Kupující za toto právo platí opční prémii. Na rozdíl od forwardů či futures má u opcí pouze jedna strana povinnost na požádání druhé strany sjednaný obchod splnit,

---

<sup>61</sup> DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. 1. přeprac. vyd. Praha: Oeconomica, 2006. 297 s. ISBN 80-245-1033-2. s. 89.

<sup>62</sup> MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 520 s. ISBN 80-86929-70-5. s. 103.

<sup>63</sup> PLÍVA, Stanislav. *Bankovní obchody*. 1. vyd. Praha: ASPI, 2009. 220 s. ISBN 978-80-7357-433-8. s. 154-155.

zatímco druhá strana má právo volby (opci), zda bude požadovat splnění obchodu nebo nebude. Riziko ztráty kupujícího opci je tak omezeno pouze na opční prémii, kterou zaplatí prodávajícímu opce za sjednání opce.<sup>64</sup> Jedná se tedy o podmíněné termínované kontrakty, protože na rozdíl od pevných kontraktů má držitel pouze právo k realizaci. To znamená, že v případě například nepříznivého vývoje cen podkladového aktiva může své právo neuplatnit a obchod neuskutečnit. Za tuto možnost platí právě opční prémii.

První moderní opční burza byla otevřena až v roce 1973 v Chicagu, kdy CBOT založil *Chicago Board Option Exchange*, tím se začalo obchodovat se standardizovanými burzovními opcemi.<sup>65</sup> Za účelem dohledu nad obchodováním podle pravidel a vyšetřování případných přestupků byla založena na území Spojených států *Securities and Exchange Commission* (dále jen „SEC“).<sup>66</sup>

Opce mohou mít charakter burzovních opcí nebo mimoburzovních opcí. Účastník opčního trhu může zaujmout dvě základní pozice, rozlišujeme dlouhou pozici jako kupující opce a krátkou pozici jako prodávající opce. Jednotlivé opční pozice je dále možné kombinovat.<sup>67</sup> Opce, která představuje právo koupit podkladové aktivum, se nazývá *call* opce (opce poptávková neboli nákupní). Opce, která představuje právo prodat podkladové aktivum, se nazývá *put* opce (opce nabídková neboli prodejní). V případě opce nabídkové se tak kupující zajišťuje proti poklesu hodnoty podkladového aktiva, v případě opce poptávkové se kupující zajišťuje proti vzrůstu ceny podkladového aktiva. Přitom platí, že prodávající se v případě opce nabídkové a poptávkové zajišťuje proti opačné situaci než kupující opce. Cílem obou je minimalizovat tržní riziko. Rozlišujeme ještě evropskou opci a

---

<sup>64</sup> PLÍVA, Stanislav. *Bankovní obchody*. 1. vyd. Praha: ASPI, 2009. 220 s. ISBN 978-80-7357-433-8. s. 156.

<sup>65</sup> DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. 1. přeprac. vyd. Praha: Oeconomica, 2006. 297 s. ISBN 80-245-1033-2. s. 189.

<sup>66</sup> KOŠTÁL, Josef, TUREK, Ludvík. *Jak na obchodování s opcemi a výběr správné strategie*. 1. vyd. Brno: Computer Press, a.s., 2009. 152 s. ISBN 978-80-251-2223-5. s. 3.

<sup>67</sup> MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 520 s. ISBN 80-86929-70-5. s. 85-86.

americkou opci.<sup>68</sup> U opce evropské je uplatnění možné pouze v den expirace, tzn. v den jejího vypršení, u americké opce je možná realizace kdykoliv během doby od jejího nabytí do doby vypršení. Z toho lze obvykle dojít k závěru, že opce amerického typu bude dražší než opce evropská, tj. bude mít vyšší opční prémii. Je to způsobeno logicky tím, že u americké opce si její majitel může vybrat nejvhodnější moment pro její uplatnění, aby tak maximalizoval svůj zisk.

Existuje celkem šest základních parametrů, které ovlivňují cenu opce. Jsou to předem sjednaná realizační cena, čas do expirace, spotová (promptní) cena (hodnota) podkladového instrumentu, bezriziková úroková míra, volatilita (kolísavost) ceny podkladového instrumentu, dividendy či jiné platby podkladového instrumentu.<sup>69</sup>

Samotná cena opce, tedy opční premie, se skládá z vnitřní hodnoty opce a z časové hodnoty opce. Časová hodnota je vedle vnitřní hodnoty druhou složkou opční premie, která se vypočte jako rozdíl mezi opční premií a vnitřní hodnotou. Čím kratší je lhůta splatnosti, tím nižší je časová hodnota. Výše opční premie se určuje především jako rozdíl mezi předem sjednanou realizační cenou podkladového aktiva a právě platnou cenou podkladového aktiva na promptním trhu. Tento rozdíl se pak nazývá vnitřní hodnota opce.

Z hlediska výše vnitřní hodnoty opce rozlišujeme:

- Opci v penězích (*in the money*) – ta má pozitivní vnitřní hodnotu. U kupní opce je předem sjednaná realizační cena podkladového aktiva pod úrovní promptní ceny podkladového aktiva, u prodejní opce je předem sjednaná realizační cena podkladového aktiva nad úrovní promptní ceny podkladového aktiva.
- Opcie mimo peníze (*out of the money*) – ta má nulovou vnitřní hodnotu. U kupní opce je předem sjednaná realizační cena podkladového aktiva

---

<sup>68</sup> PLÍVA, Stanislav. *Bankovní obchody*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2009, 220 s. ISBN 978-80-7357-433-8. s. 157.

<sup>69</sup> MÁLEK, Jiří. *Opce a futures*. 2. vyd. Praha: Oeconomica, 2003. 133 s. ISBN 80-245-0488-X. s. 34.

nad úrovní promptní ceny podkladového aktiva a u prodejní opce je předem sjednaná realizační cena podkladového aktiva pod úrovní promptní ceny podkladového aktiva.

- Opce na penězích (*at the money*) má nulovou vnitřní hodnotu. Předem sjednaná realizační cena podkladového aktiva se rovná promptní ceně podkladového aktiva.<sup>70</sup>

Zvláštním typem jsou tzv. exotické opce. Jsou spjaté s velkým množstvím opčních inovací.<sup>71</sup> Mezi nejčastější typy exotických opcí patří asijské opce, bariérové opce, zpětné opce, binární opce, duhové opce či diferenční opce.<sup>72</sup>

#### 2.4.2. Cap, floor a collar

Jedná se o instrumenty, které mají opční charakter, ale od klasických opcí se v některých směrech odlišují. Jsou to derivátové úrokové instrumenty, které jsou obchodovány nestandardizovaně a mimoburzovně. Používají se především k zajištění rizika pohybu úrokových sazeb. S opcemi je spojuje to, že kupující (majitel cap nebo floor) má právo na sjednané plnění při určitém vývoji tržní úrokové míry, nikoliv však povinnost nějaké plnění provádět. Collar je pak kombinací caps a floors. Na rozdíl od opcí však není plnění vázáno na jedno období, nýbrž na několik po sobě se opakujících období. V podstatě se tedy jedná o zřetězení několika opcí za sebou s postupnou splatností k určitým termínům v budoucnosti. Za právo na plnění se platí určitá premie.<sup>73</sup>

---

<sup>70</sup> MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 520 s. ISBN 80-86929-70-5. s. 86-87.

<sup>71</sup> REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. 760 s. Partners. ISBN 978-80-247-3671-6. s. 511-513.

<sup>72</sup> MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 520 s. ISBN 80-86929-70-5. s. 92.

<sup>73</sup> DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. 1. přeprac. vyd. Praha: Oeconomica, 2006. 297 s. ISBN 80-245-1033-2. s. 227-239.

### 2.4.3. Warrant

Warranty neboli opční listy představují cenné papíry, ke kterým jsou připojeny opce. Je s nimi spojeno právo koupit nebo prodat určité množství podkladového (bazického) aktiva ve stanovené době za stanovenou realizační cenu (*strike price*). Podkladovými aktivy mohou být akcie, měny, dluhopisy či komodity. Jedná se o právo, a nikoliv o povinnost, a proto se investor ve stanoveném termínu s ohledem na tržní situaci může rozhodnout, zda své právo využije, či nikoliv. Některými svými rysy se tak warranty blíží opcím.<sup>74</sup> Často jsou připojovány k dluhopisům nebo prioritním akciím k jejich zatraktivnění. Existují i tzv. nahé warranty, které jsou samostatně obchodovány na burzách.<sup>75</sup>

### 2.4.4. Swaptions

Je to případ, kdy je opce kombinována s jiným derivátem, v tomto konkrétním případě jde o kombinace opce se swapem. U swaption má její majitel právo na sjednání jednoho swapu.<sup>76</sup>

---

<sup>74</sup> VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9. s. 281.

<sup>75</sup> PLÍVA, Stanislav. *Bankovní obchody*. 1. vyd. Praha: ASPI, 2009. 220 s. ISBN 978-80-7357-433-8. s. 158.

<sup>76</sup> DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. 1. přeprac. vyd. Praha: Oeconomica, 2006. 297 s. ISBN 80-245-1033-2. s. 244-247.

## 2.5. Kreditní deriváty

Kreditní (úvěrový) derivát je smlouva, kterou se převádí úvěrové riziko podkladového aktiva z kupujícího ochrany na prodávajícího ochrany. Plní tak obdobnou funkci jako sekuritizace (zde typicky syntetické CDO).<sup>77</sup> Začaly se objevovat v 90. letech 20. století. Jejich základní podstatou je vazba plnění z derivátu na kreditní riziko.

### 2.5.1. CDS

Tento kreditní derivát patří k jednoduchým, ale vůbec nejrozšířenějším variantám kreditních swapů. Podstata Credit Default Swap (dále jen „CDS“) spočívá v tom, že umožňuje zajištění úvěrového rizika proti zaplacení stanovené prémie. Do smluvního vztahu zde vstupují dvě protistrany. Jedna strana (kupující) se zavazuje platit té druhé periodickou prémii (obvykle čtvrtletně či pololetně) po dobu životnosti swapu. Druhá strana (prodávající) neposkytuje žádné plnění za předpokladu, že nedojde ke kreditní události (*credit event*). Kreditní událostí se rozumí např. úpadek emitenta podkladového aktiva, bankrot, vyhlášení moratoria apod. Pokud tato událost nastane prodávající platí kupujícímu předem sjednanou částku a životnost swapu končí.<sup>78</sup>

---

<sup>77</sup> PLÍVA, Stanislav. *Bankovní obchody*. 1. vyd. Praha: ASPI, 2009. 220 s. ISBN 978-80-7357-433-8. s. 159.

<sup>78</sup> DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. 1. přeprac. vyd. Praha: Oeconomica, 2006. 297 s. ISBN 80-245-1033-2. s. 253.



### 3. Právní regulace derivátů

Jelikož je finanční trh silně náchylný na problémy a krachy finančních institucí, uplatňuje se nad nimi regulace a dohled s cílem tyto problémy omezit nebo jim předejít. Regulaci (*regulation*) chápeme jako právní omezení aktivit regulovaných subjektů zaměřené na ochranu (stabilitu) regulovaného subjektu.<sup>79</sup> Spočívá v tvorbě zásad (principů) a pravidel, jimiž se mají subjekty činné ve finanční sféře řídit. Především jde o právní regulaci ekonomických procesů. Tím se nepřímo chrání drobný klient před ztrátou v případě krachu finanční instituce. Nerozlučnou součástí je také dohled (*supervision*) na regulované subjekty.<sup>80</sup> Ještě rozlišujeme ochranu spotřebitele (*consumer protection*) jako právní omezení aktivit subjektů (regulovaných i neregulovaných) zaměřené na přímou ochranu drobného klienta. Tím se chrání drobný klient v případě jednotlivých transakcí s finanční institucí.<sup>81</sup>

Regulací a dohledem se zabývá mezinárodní právo, evropské právo a úpravu nalezneme i na národní úrovni, kdy je český právní řád v této oblasti značně ovlivněn právě právem evropským.

---

<sup>79</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2009. 648s. ISBN 978-80-247-1653-4. s. 137.

<sup>80</sup> PAVLÁT, V., KUBÍČEK, A. *Regulace a dohled nad finančními trhy*. 2. přepracované vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2010. 228s. ISBN 978-80-7408-036-4. s. 18.

<sup>81</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2009. 648s. ISBN 978-80-247-1653-4. s. 137.

## 3.1. Vývoj regulace před globální finanční krizí

### 3.1.1 EU

K regulaci finančních trhů využívá EU především formy nařízení a směrnic, které jsou následně implementovány do právních řádů jednotlivých členských států.

#### 3.1.1.1. UCITS

Směrnice UCITS (*Undertakings in Collective Investment in Transferable Securities Directives*, dále jen „UCITS“) jsou jedněmi z prvních, které regulují kolektivní investování na evropském trhu. Úprava ve směrnicích UCITS je do českého právního řádu transformována v zákoně č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, který nahradil zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování.

Označení UCITS nese několik směrnic, poslední je tzv. UCITS V, což je směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/91/EU, kterou se mění směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES (tzv. UCITS IV) o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP), pokud jde o činnost depozitáře, zásady odměňování a sankce. UCITS V zároveň harmonizuje svůj obsah se směrnicí Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU o správcích alternativních investičních fondů (*Directive on Alternative Investment Fund Managers*, dále jen „AIFMD“).<sup>82</sup>

Tyto směrnice postupně nahradily úpravu obsaženou v původní směrnici Rady 85/611/EHS (tzv. UCITS I) z roku 1985, jejímž cílem byla harmonizace fondů

---

<sup>82</sup> Úřední věstník EU – publikována směrnice UCITS V [online]. Ministerstvo financí České republiky, 2014 [cit. 2015-11-28]. Dostupné z WWW: <http://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/kapitalovy-trh/investicni-fondy/2014/uredni-vestnik-eu--publikovana-smernice-18897>

kolektivního investování ve všech členských státech. Co se týče derivátů, tak fondy mohly investovat do derivátů pouze k zajištění svého portfolia. Až směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/107/ES, tzv. UCITS III z roku 2002 obecně investování do derivátů po splnění určitých podmínek povolila.

Mezi obecné podmínky patří nutnost diverzifikovat portfolio a zákaz investovat velký podíl do instrumentů od jednoho subjektu. Dále máme specifické podmínky týkající se samotných derivátů. Kontrahentem OTC derivátů mohou být pouze subjekty schválené regulátory jednotlivých členských států. Je třeba také zajistit jejich pravidelné oceňování a stanovení míry rizika na portfolio fondu. Fondy jsou rovněž omezeny v prodeji nakrátko (*short selling*), nemohou spekulovat na pokles ceny vstupem do krátké pozice, aniž by mohly kontrakt okamžitě vypořádat.<sup>83</sup>

### 3.1.1.2. MiFID

Klíčová směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů (*Markets in Financial Instruments Directive*, dále jen „MiFID“). K nám byla implementována prostřednictvím novelizace ZPKT. Bylo tak učiněno zákonem č. 230/2008 Sb., který tak harmonizoval českou právní úpravu s úpravou evropskou. MiFID obsahuje úpravu rozsahu služeb a jejich regulaci či způsob obchodování. Cílem bylo vytvořit jednotný evropský kapitálový trh, snížit náklady, zajistit cenovou transparentnost před realizací i po realizaci obchodu, harmonizovat na unijní úrovni ochranu investorů, zvýšit konkurenci a usnadnit přeshraniční poskytování investičních služeb. Směrnice MiFID poskytuje vymezení derivátů. Toto vymezení derivátů je totožné s jejich vymezením v ZPKT, neboť ZPKT byl po přijetí směrnice novelizován a harmonizován s evropskou úpravou.

---

<sup>83</sup> JAROLÍMEK, Tomáš. *Právní povaha finančních derivátů*. Praha, 2012, s. 69. Diplomová práce. Univerzita Karlova, Právnická fakulta, Katedra finančního práva a finanční vědy. Vedoucí práce Michael Kohajda. Dostupné také z WWW: [http://is.cuni.cz/webapps/zzp/search/?tab\\_searchas=basic&lang=cs](http://is.cuni.cz/webapps/zzp/search/?tab_searchas=basic&lang=cs)

Mezi hlavní změny, které přinesl MiFID, patří to, že investiční poradenství bylo převedeno pod hlavní investiční služby. Dříve spadalo do služeb doplňkových. Směrnice sama přináší definici investičních služeb, kterými se rozumí zejména přijímání, předávání, provádění pokynů klientů ohledně investičních nástrojů, obchodování na vlastní účet, investiční poradenství, provozování mnohostranného obchodního systému a upisování nebo umístování investičních nástrojů.

Dále komoditní, exotické a devizové deriváty byly zařazeny do finančních nástrojů. MiFID se své působnosti tak vztahuje na téměř všechny druhy derivátů, burzovní i mimoburzovní.

Byl zaveden mnohostranný obchodní systém (*Multilateral Trading Facility*, dále jen „MTF“). Byly upraveny podmínky pro tzv. jednotný evropský pas, na základě kterého mohou subjekty poskytovat investiční služby v rámci všech členských států EU. Zavádí se rovněž pravidlo co nejlepšího provedení příkazu za nejlepších podmínek pro klienta (*best execution*). Další novinkou je kategorizace klientů a jejich testování.

Subjekty poskytující investiční služby jsou povinni rozdělit své klienty do 4 kategorií. Tato kategorizace byla vytvořena pro to, že každá skupina klientů potřebuje rozdílnou ochranu. Rozlišujeme:

1. profesionální zákazník - má dostatečné znalosti, zkušenosti a odborné dovednosti, aby činil vlastní investiční rozhodnutí a řádně vyhodnocoval rizika, která podstupuje, náleží mu střední stupeň ochrany, musí splňovat alespoň 2 ze 3 podmínek:
  - celková výše aktiv odpovídá alespoň částce 20 mil. EUR
  - čistý roční obrat odpovídá alespoň částce 40 mil. EUR
  - vlastní kapitál odpovídá alespoň částce 2 mil. EUR,
2. profesionální zákazník na žádost - náleží mu střední stupeň ochrany,
3. neprofesionální zákazník - je to osoba, která nespĺňuje požadavky profesionálního zákazníka nebo způsobilé protistrany proto, že nedosahuje stanovené výše aktiv, vlastního kapitálu nebo čistého ročního obratu, poskytuje se jim nejvyšší stupeň ochrany,

4. způsobilá protistrana - jedná se o profesionálního zákazníka se zvláštním režimem zacházení, náleží mu nejvyšší stupeň ochrany.

U testování klientů vznikly dva druhy testů - test vhodnosti a test přiměřenosti. Test vhodnosti se týká investičního poradenství nebo obhospodařování majetku, tedy převážně asset managementu. Pokud chce totiž obchodník s cennými papíry poskytnout tyto služby, musí se klient podrobit tomuto testu. Jinak mu nemůže obchodník s cennými papíry tyto služby poskytnout. Tento test je jistým výrazem snahy získat přehled o znalostech a zkušenostech klienta. Test přiměřenosti se užíje v případě, že obchodník poskytuje jiné investiční služby než je investiční poradenství nebo obhospodařování portfolia. Jeho podstata tkví v tom, že obchodník musí svého klienta upozornit, že určité služby pro něj nejsou vhodné. To má chránit opět zájmy klientů.

Směrnice rovněž pro účely dosažení větší transparentnosti trhu zavádí povinnost zveřejňovat ceny a objemy realizovaných obchodů, čímž má dojít k přiblížení OTC derivátů derivátům burzovním. Dále MiFID obsahuje nové a přísné požadavky na organizaci obchodní činnosti investičních firem. Zavádí se interní audit, systém řízení rizik, compliance atd.<sup>84</sup>

### 3.1.2. USA

Derivátové obchody byly na území Spojených států zpočátku regulovány normou common law označovanou jako „norma proti diferenčním kontraktům“ („*rule against difference contracts*“).<sup>85</sup> Pokud totiž derivátový kontrakt sloužil nikoliv k zajištění, ale ke spekulaci označoval se tehdy jako diferenční kontrakt (také tzv. rozdílová smlouva). Subjekty tedy uzavřely derivátový kontrakt, aniž by měly zájem o skutečný prodej či nákup podkladového aktiva, jejich motivem byla pouze spekulace na růst či pokles ceny. V čase vypořádání tak došlo pouze k finančnímu vypořádání,

---

<sup>84</sup> MUSÍLEK, Petr. *Kapitálové trhy II*. Přednáška. Praha: VŠE, LS 2014/2015.

<sup>85</sup> KRUPOVÁ, Tereza. *Právní aspekty derivátů* [online]. Časopis VšeHRD, 2012 [cit. 2015-11-25]. Dostupné z WWW:<http://casopis.vsehrd.cz/2012/03/pravni-aspekty-derivatu/>

nikoliv k fyzickému. Jednalo se tedy o kontrakty s peněžním vypořádáním. Název je odvozen z rozdílu mezi smlouvenou a aktuálně tržní cenou. Deriváty uzavírané ke spekulativním účelům byly vnímány jako společensky nežádoucí, protože nevytvářejí žádnou hodnotu a jde o hru s nulovým součtem (zisk jedné strany je na úkor ztráty strany druhé). Často se objevovaly hlasy po jejich potlačení. V roce 1884 zde máme v této oblasti důležité rozhodnutí amerického Nejvyššího soudu *Irwin v. Williar*. Nejvyšší soud potvrdil, že termínovaný kontrakt, který zavazuje k prodeji zboží k budoucímu datu, aniž by měl prodejce v době jeho uzavření toto zboží v držení, je bez dalšího platný.<sup>86</sup> Tím byla potvrzena legalita derivátových kontraktů. Nicméně to platilo pouze za předpokladu, že k dodání podkladového aktiva má v budoucnu skutečně dojít. Pokud byla cílem ona pouhá spekulace na pohyb cen, tak se jednalo o hazardní hru a kontrakt byl tímto právně nevymahatelný.<sup>87</sup> Zvláštní přístup byl k derivátům obchodovaným na burze. Spekulativní OTC deriváty spadaly pod diferenční kontrakty, u burzovních byla situace složitější.

V roce 1921 přijal Kongres zákon o obchodování s futures (*Futures Trading Act*). Ten se zaměřoval na termínované obchody s obilím. Tyto obchody nebyly zakázány, ale byly dle objemu federálně zdaněny, vyjma obchodů uskutečněných na burze spravované Ministerstvem spravedlnosti. Americký Nejvyšší soud v roce 1922 ve svém rozhodnutí v kauze *Hill v. Wallace* však tento zákon označil za protiústavní, protože zasahoval neoprávněně do vnitrostátních obchodních transakcí.<sup>88</sup> Kongres tedy přijal zákon nový, byl to zákon o obilných futures (*Grain Futures Act*), který vyžadoval, aby všechny obilné futures kontrakty byly obchodovány na regulovaných futures burzách. Dále na jeho základě vznikla Správa obilných futures (*Grain Futures Administration*) a Komise pro obilné futures (*Grain Futures Commission*). V roce 1936 byl přijat nový zákon o směně komodit (*Commodity Exchange Act*). Ten se vztahoval na futures a opce na bavlnu, obilí a některé další komodity. Zavedl také přísnější

---

<sup>86</sup> 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, s. 716.

<sup>87</sup> U.S. Supreme Court. *Irwin v. Williar – 110 U.S. 499 (1884)* [online]. Justia, c2012 [cit. 25.11.2012]. Dostupné z WWW: <http://supreme.justia.com/cases/federal/us/110/499/>.

<sup>88</sup> U.S. Supreme Court. *Hill v. Wallace, 259 U.S. 44 (1922)* [online]. Justia [cit. 2015-11-28]. Dostupné z WWW: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/259/44/>

podmínky registrací členů burz a limity na spekulativní obchody. Zákon byl novelizován zákonem o Komisi pro obchod s komoditními futures (*Commodity Futures Trading Commission Act*) v roce 1974.

Zákon z roku 1982 (*Futures Trading Act of 1982*) zlegalizoval na území USA obchodování s opcemi na zemědělské komodity a lépe identifikoval pravomoci Komise pro obchodování s komoditními futures (*Commodity Futures Trading Commission*, dále jen „CFTC“) a Komise pro cenné papíry (*Securities and Exchange Commission*, dále jen „SEC“). Dnes CFTC reguluje všechny futures kontrakty a opce na futures obchodované na burzách, SEC reguluje všechny další instrumenty stejně jako opční trhy.

V roce 2000 byl přijat zákon o modernizaci komoditních futures (*Commodity Futures Modernization Act*), který upravil tehdejší nejasnou legislativu.<sup>89</sup> Po přelomu tisíciletí se objevuje snaha spíše o deregulaci, která však byla následně zastavena globální finanční krizí.

Závěrem této části práce ještě stručný pohled na situaci ve Spojeném království. Vývoj legislativy zde byl oproti USA méně komplikovaný. Diferenční kontrakty byly podle soudcovského práva považovány za neplatné a nevymahatelné. Ke změně došlo až v roce 1986, kdy byl přijat zákon o finančních službách (*Financial Services Act*), který uzákonil jejich vymahatelnost. Tento zákon nahradil v roce 2000 zákon o finančních službách a trzích (*Financial Services and Markets Act 2000*), dohledovým orgánem se stal Orgán pro finanční služby (*Financial Services Authority*, dále jen „FSA“).<sup>90</sup> Nejnovější úpravu přináší zákon o finančních službách z roku 2010 (*Financial Services Act 2010*), který nově umožňuje dohledovému orgánu FSA zakázat

---

<sup>89</sup> SANTOS, Joseph. *A History of Futures Trading in the United States* [online]. EH.net [cit. 2015-11-28]. Dostupné z WWW: <http://eh.net/encyclopedia/a-history-of-futures-trading-in-the-united-states/>

<sup>90</sup> HUDSON, Alastair. *The law on financial derivatives*. 3rd edition. London: Sweet and Maxwell Limited, 2002. ISBN 0 421 77980 2. s. 513-517.

určitým subjektům spekulovat na pokles tržních cen finančních instrumentů (short selling). Toto ustanovení se dotýká samozřejmě i derivátových kontraktů.<sup>91</sup>

## **3.2. Vývoj regulace po vypuknutí globální finanční krize**

### **3.2.1. Podstata globální finanční krize**

Proces deregulace derivátových trhů byl narušen vypuknutím globální finanční krize. Finanční krize je situace charakteristická výrazným zhoršením velké většiny finančních indikátorů, projevující se nedostatečnou likviditou finančního systému, rozsáhlou insolventností finančních institucí, nárůstem kolísavosti cen investičních instrumentů včetně zhroucení jejich hodnot a podstatným snížením rozsahu alokace finančních prostředků ve finančním systému. Projevuje se např. nedostatkem likvidity, insolvenčí finančních institucí, nárůstem volatility finančních instrumentů, poklesem hodnoty aktiv atd.<sup>92</sup>

Zárodky krize spatřujeme již od roku 2000, kdy se začala tvořit cenová bublina na americkém nemovitostním trhu. Tato bublina následně splaskla v roce 2007. Americkou centrální bankou FED byly totiž na počátku nového tisíciletí vyhlášeny k oživení ekonomiky nízké úrokové sazby, které umožnily poskytovat levné hypotéky. Takové hypotéky byly poskytovány i nebonitním klientům. Banky tyto své pohledávky za svými klienty dále prodávaly investičním bankám (např. i Lehman Brothers), aby se zbavily úvěrového rizika. Tak přenášely dále úvěrové riziko prostřednictvím nástrojů CDO (*Collateralized Debt Obligation*, dále jen „CDO“) a CDS na další investory. Za moment vypuknutí skutečně globální finanční krize se považuje krach Lehman

---

<sup>91</sup> MURRAY-JONES, Allan. *The Financial Services Act 2010: Enhanced Powers for the Financial Services Authority* [online]. 2010 [cit. 2015-11-28]. Dostupné z WWW: <https://www.skadden.com/insights/financial-services-act-2010-enhanced-powers-financial-services-authority>

<sup>92</sup> MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 520 s. ISBN 80-86929-70-5. s. 139-145.



Brothers. Lehman Brothers byla velká americká investiční banka. V září 2008 požádala o ochranu před věřiteli a prakticky tím započala cestu k ukončení své existence. Příčinou pádu Lehman Brothers bylo to, že banka odkupovala hypoteční úvěry, které poté sekuritizovala do derivátových nástrojů CDO, které dále pak prodávala. Poté došlo ale k tomu, že americké domácnosti začaly mít problémy se splácením svých hypotečních úvěrů, tím cena sekuritizovaných derivátů klesala a banka se dostala do existenčních potíží. Díky tomu, že Lehman Brothers dále tato riziková aktiva odprodávala, dostaly se i další finanční instituce do potíží (např. některé islandské banky, pojišťovna AIG nebo investiční banka Merill Lynch). Z trhu amerických podřadných hypoték se krize rozlila na akciové a později i na peněžní trhy. Globální finanční krize se projevila nejen jako úvěrová (bankovní) krize, ale současně i jako krize likvidity a krize investiční. Jednalo se tedy o tzv. multifaktorovou krizi.

Mezi hlavní příčiny krize tak můžeme zařadit:

1. Vytvoření a splasknutí (tzn. prudký pokles hodnoty aktiv) nemovitostní cenové bubliny - následkem je prudký pokles hodnoty aktiv, což dopadá nejen na majitele nemovitostí, ale i na poskytovatele finančních zdrojů (tedy banky a investory do cenných papírů spojených s hypotékami).
2. Nadměrná úvěrová expanze - díky liberalizovaným podmínkám získávání úvěrů, extrémně nízké úrokové sazby (souvisí s podporou imigrantů v USA, aby si pořizovali vlastní bydlení), to financováno sekuritizovanými instrumenty, hypotéky podřadných klientů se později projeví jako toxická aktiva.
3. Splasknutí technologické akciové bubliny.
4. Nadměrné spekulace.
5. Regulační arbitráž.
6. Rozšíření záporných externalit.
7. Neefektivní fungování trhu ratingových agentur - jejich oligopolní trh, selhaly při hodnocení strukturovaných dluhopisů.
8. Nepoctivé praktiky.
9. Celosvětová finanční panika.
10. Institucionální nedokonalost globálních finančních trhů.

## 11. Přecenění schopnosti statisticko-ekonometrických modelů.<sup>93</sup>

Jako důsledek krize byla přijata jak krátkodobá opatření, tak dlouhodobé reformy. Krátkodobá a střednědobá opatření souvisí především s aktivitou skupiny zemí G-20 v rámci tzv. Akčního plánu, který implementuje níže uvedené základní principy reforem.

Základní principy reformy finančního trhu:

1. Zvýšení transparentnosti a důvěryhodnosti - zvýšení informační povinnosti finančních institucí a emitentů v oblasti strukturovaných a sekuritizovaných produktů, sjednocení účetních standardů.
2. Zpřísnění regulace (v porovnání s předlehmanovským obdobím) - zavedení regulace ratingových agentur, přizpůsobení regulace finančního systému jednotlivým fázím hospodářského cyklu, transparentní hodnocení národních regulatorních systémů.
3. Podpora integrity finančního trhu - omezování nepoctivých praktik, zamezování rozšiřování nečestných praktik z nespolupracujících jurisdikcí.
4. Zesílení mezinárodní spolupráce - koordinace regulace a dohledu, koordinace záchranných programů, výměna informací.
5. Reforma mezinárodních finančních institucí - musí včas identifikovat zranitelnost globálního finančního systému, anticipovat možné problémy a proaktivně předcházet výskytu vážných finančních krizí.<sup>94</sup>

---

<sup>93</sup> MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 520 s. ISBN 80-86929-70-5. s. 139-145.

<sup>94</sup> PAVLÁT, V., KUBÍČEK, A. *Regulace a dohled nad finančními trhy*. 2. přepracované vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2010. 228s. ISBN 978-80-7408-036-4. s. 89.

### 5.2.2. BASEL III

V reakci na finanční krizi byla v prosinci 2010 přijata nová pravidla týkající se kapitálové přiměřenosti pod označením BASEL III. Cílem je posílit kapitálové požadavky a nastavit pravidla likvidity. BASEL III bude zaváděn do praxe postupně, naplňování vyšších kapitálových požadavků by mělo započít v roce 2016. Plně by měl být implementován na konci roku 2019. V České republice tato pravidla zapracovává ČNB do příslušných opatření.<sup>95</sup>

BASEL III (obdobně jako předchozí pravidla BASEL I a BASEL II) byla vypracována Basilejským výborem pro bankovní dohled (*Basel Committee on Banking Supervision*), který působí od roku 1974 na půdě Banky pro mezinárodní platby (*Bank for International Settlements*). Jeho posláním je umožňovat mezinárodní spolupráci v oblasti regulace a dohledu nad podnikáním v bankovníctví.

Postupně bude navyšován požadavek na výši kapitálových zdrojů ke krytí úvěrových, tržních a operačních rizik. Ze současných 8 % bude navyšováno až na 10,5 % v roce 2019. BASEL III totiž zavádí tzv. konzervační polštář (*conservation buffer*) ve výši 2,5 % nad regulatorní minimum, který by měla banka vytvářet v období, kdy prosperuje. Dále tzv. proticyklický polštář (*countercyclical buffer*), který má omezit kritizovaný procyklický efekt BASEL II (opět až do výše 2,5 %). Tento polštář má chránit bankovní sektor při nadměrném růstu úvěrů, pokud to bude podle národního regulátora představovat nebezpečí pro systém. To vše znamená maximální požadavek na kapitálovou přiměřenost až ve výši 13 %. Rovněž se zavádí tzv. pákový poměr (*leverage ratio*). Cílem je limitovat bankám finanční páku. Limit bude stanoven na úrovni minimálně 3 %. BASEL III dále zavádí regulaci likvidity v podobě dvou

---

<sup>95</sup> BAŽANTOVÁ, I. a kol. *Ekonomie regulace: Velké korporace*. 1. vyd. Praha: Nakladatelství Vladimír Lelek, 2012. s. 119. ISBN 978-80-904837-2-9. s. 86-89.

závazných ukazatelů, které bankám stanoví minimální úroveň likvidity, kterou budou muset trvale udržovat.<sup>96</sup>

### 5.2.3. EU

#### 5.2.3.1. *Evropský systém dohledu finančního trhu*

Evropská komise po pádu Lehman Brothers podnítila změnu institucionálního dohledu nad evropským finančním systémem. V podstatě došlo ke konsolidaci dohledu. Cílem bylo zvýšit důvěru, zvýšit efektivní ochranu spotřebitelů a hlavně zvýšit finanční stabilitu. Byla zvolena metoda integrované sítě, která se skládá z několika vrstev – jednak máme celoevropskou úroveň, jednak úroveň národních dohledových autorit.

Aktuální uspořádání dohledu nad finančním trhem EU je výsledkem reformních kroků z let 2009 a 2010 v reakci na finanční krizi. Základem pro změny v oblasti dohledu se stala tzv. Larosiérova zpráva. Bývalý šéf Mezinárodního měnového fondu Jacques de Larosiére vedl expertní skupinu, kterou pověřila Evropská komise, aby zanalyzovala příčiny finanční krize, posoudila stávající systém a z něj plynoucí rizika. V únoru 2009 předložila skupina svoji zprávu obsahující doporučení týkající se evropského rámce regulace a dohledu nad finančním trhem EU. V rámci doporučení byl také navržen i nový institucionální rámec mikrobezpečnostního a makrobezpečnostního dohledu.<sup>97</sup>

Evropský systém finančního dohledu (*European System of Financial Supervision*, dále jen „ESFS“) je dohledovou institucí od ledna 2011. ČNB je jeho součástí. Cílem je jednotné uplatňování regulatorních pravidel. Zahrnuje v sobě tři celoevropské dohledové úřady s vlastní právní subjektivitou, které jsou finančně

---

<sup>96</sup> KALABIS, Zbyněk. *Jak BASEL III reguluje obchodní banky?* [online]. MĚŠEC.CZ, 2012 [cit. 2015-11-28]. Dostupné z: <http://www.mesec.cz/clanky/jak-basel-iii-reguluje-obchodni-banky/>

<sup>97</sup> BAŽANTOVÁ, I. a kol. *Ekonomie regulace: Velké korporace*. 1. vyd. Praha: Nakladatelství Vladimír Lelek, 2012. s. 119. ISBN 978-80-904837-2-9. s. 60-62.

nezávislé. Jedná se o Evropský orgán pro bankovníctví (*European Banking Authority*), Evropský orgán pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*) a Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (*European Securities and Markets Authority*, dále jen „ESMA“). Jejich rozhodnutí jsou závazná pro všechny členy EU. Navrhují technické normy, které pak vydává Evropská komise.

Další významnou součástí dohledu je Evropská rada pro systémová rizika (*European Systemic Risk Board*), která monitoruje stabilitu finančního systému jako celku. Vykonává tedy makrobezpečnostní dohled. Má poskytovat včasné varování o potenciálních systémových rizicích. Tato rada nemá právní subjektivitu a její doporučení a stanoviska nejsou pro členské státy závazná.<sup>98</sup>

#### 5.2.3.2. *MiFID II/MiFIR*

Po vypuknutí finanční krize se Evropská komise snažila o ještě vyšší transparentnost a nižší rizikovost mimoburzovních derivátů. Připravila proto novou regulaci, která by měla zavést na trh vyšší transparentnost obchodní činnosti a vyšší stupeň ochrany pro investory. Nová směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU o trzích finančních nástrojů tak nahradila původní MiFID, proto ji označujeme jako MiFID II, zároveň však bylo přijato i nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 o trzích finančních nástrojů (*Markets in Financial Instruments Regulation*, dále jen „MiFIR“).<sup>99</sup>

Regulace touto právní úpravou byla rozšířena i na organizované, nicméně dosud neregulované, obchodní platformy, včetně nového organizovaného tržního zařízení (*Organized Trading Facility*, dále jen „OTF“), což je nová obchodní platforma pro

---

<sup>98</sup> MUSÍLEK, Petr. *Evropský systém dohledu finančního trhu*. Český finanční a účetní časopis. 2011, roč. 6, č. 2, s. 7-17. Dostupné z WWW: <http://www.vse.cz/cfuc/102>

<sup>99</sup> *Markets in financial instruments: Council adopts new rules* [online]. Consilium [cit. 2015-11-25]. Dostupné z [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ecofin/142575.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/142575.pdf) WWW:

obchodování s investičními nástroji. Podle MiFID II by měly nově v zásadě všechny obchodní platformy umožňující nákup a prodej investičních nástrojů fungovat jako evropské regulované trhy, mnohostranné obchodní systémy nebo právě OTF.<sup>100</sup> Další oblastí, které je věnována pozornost, je zohlednění technologických inovací. Zavádí se nové záruky pro algoritmické a vysokofrekvenční obchodování, protože představují potenciální zdroj systémových rizik.

V oblasti derivátů MiFID II zavádí především zvláštní silnější regulaci týkající se komoditních derivátů. Evropskému dohledovému orgánu ESMA je nařízením MiFIR dána rozsáhlá pravomoc zasahovat do realizovaných derivátových obchodů. Orgán může jakémukoli subjektu uložit povinnost omezit svou otevřenou derivátovou pozici či do budoucna zakázat uzavírání komoditních derivátových kontraktů, pokud z něj plyne ohrožení stability unijního finančního trhu.<sup>101</sup>

#### 5.2.3.3. *EMIR*

Významnou novinkou, jež přináší zásadní změny do obchodování s deriváty, a to zejména na OTC trzích, je nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů (*European Market Infrastructure Regulation*, dále jen „EMIR“). Nařízení vstoupilo v platnost 16. srpna 2012 a účinnost většiny prováděcích předpisů nastala 15. března 2013. K aplikaci jednotlivých částí pak ale došlo až později v průběhu roku 2013, 2014, případně 2015.

Nařízení bylo vypracováno na základě závazku EU ze zasedání představitelů G-20 v roce 2009 v Pittsburghu. Zde došlo k dohodě, že nejpozději do konce roku 2012 by u všech standardizovaných OTC derivátů měl být prováděn clearing prostřednictvím

---

<sup>100</sup> MIKULA, Ondřej. *MiFID II* [online]. Patria Online [cit. 2015-11-25]. Dostupné z WWW: <http://www.patria.cz/pravo/2637103/mifid-ii-co-prinese-update-smernice-o-trzich-financnich-nastroju.html>

<sup>101</sup> SUCHÁ, Anna. *Návrh nové evropské legislativy o trzích finančních nástrojů* [online]. EPRAVO.CZ [cit. 2015-11-25]. Dostupné z WWW: <http://www.epravo.cz/top/clanky/navrh-nove-evropske-legislativy-o-trzich-financnich-nastroju-79554.html>

ústředních protistran a veškeré OTC derivátové kontrakty by měly být oznamovány do registru obchodních údajů.

Cílem je dosáhnout transparentnosti a stability trhů s OTC deriváty, snižování systémového rizika a ochranu trhu proti zneužívání. Nařízení má snížit úvěrové riziko subjektů kontraktu. EMIR totiž ukládá povinnost vypořádání obchodů prostřednictvím clearingového domu pro širší okruh OTC derivátů. Jejich konkrétní výčet připraví ESMA v rámci technických norem, které v této oblasti publikuje. Clearing prostřednictvím ústřední protistrany je obdobný jako zúčtování u clearingového domu na burze. Smluvní strany se nejprve domluví na uzavření daného kontraktu a následně jej nahlásí ústřední protistraně, která mezi ně vstoupí jako kupující, respektive prodávající. Analogicky jako při burzovním zúčtování musí ústřední protistrana vést členům svého clearingového systému maržové účty, jež slouží zejména ke krytí případných ztrát z otevřených pozic. Ústřední protistrana musí též vést fond pro riziko selhání, aby dále omezila své riziko úvěrové expozice. Stejně jako je tomu i u jiných finančních institucí, může i ústřední protistrana investovat své prostředky výhradně dle pravidel stanovených ESMA. Obecně se jedná o hotovost či vysoce likvidní finanční nástroje s minimálním tržním a úvěrovým rizikem. U ostatních OTC derivátů, které povinnosti clearingů skrze ústřední protistranu nepodléhají, zavádí EMIR techniky na snižování rizika těchto obchodů. U nich jsou smluvní strany povinny zavést vhodné postupy a systémy pro měření, sledování a zmírňování operačního rizika a úvěrového rizika protistrany.

Dále je stanoveno, že všechny OTC deriváty podléhají oznamovací povinnosti. Subjekty obchodu i clearingový dům budou mít povinnost informovat registr obchodních údajů o každém uzavření, změně nebo ukončení kontraktu. Takto musí učinit nejpozději následující den po předmětné události. Registr obchodních údajů je právnická osoba, jež sbírá a vede údaje o derivátových obchodech a je registrovaná u ESMA.

K transparentnosti trhu slouží též veřejný rejstřík vedený ESMA, v němž jsou uvedeny mimo jiné všechny kategorie derivátů podléhajících clearingů a všechny ústřední protistrany. Ústřední protistrany budou mít také na žádost k dispozici údaje o

uzavřených obchodech z obchodního systému, v němž jsou obchodovány nástroje, k jejichž clearingů mají povolení.<sup>102</sup>

#### 5.2.3.4. AIFMD

Směrnice AIFMD z roku 2011 se týká hedgeových fondů, také soukromých akciových fondů (*private equity funds*), rizikových fondů (*venture capital funds*), trustových struktur a všech ostatních fondů s působností EU, které dosud nepodléhaly regulaci podle směrnice UCITS. Nevztahuje se na holdingové společnosti, společné podniky, penzijní fondy a rodinné fondy.

Směrnice zavádí povolovací systém pro alternativní investiční fondy (dále jen „AIF“). Získání licence pro správce AIF podléhá přísným požadavkům. Žadatel musí předložit informaci o správci a o jednotlivých alternativních investičních fondech, musí zde být dostatečná kapitálová vybavenost (min. 125 tis. EUR) a dostatečné a kvalitní personální obsazení.

Správci AIF mají povinnost implementovat systémy řízení rizik a likvidity, včetně provádění zátěžových testů. Pro každý AIF musí správce stanovit maximální velikost páky. Jsou rovněž zavedena pravidla pro odměňování manažerů a vedoucích zaměstnanců správců AIF.<sup>103</sup>

---

<sup>102</sup> GREPLOVÁ, Ludmila. *Život s EMIRem aneb není EMIR jako emír* [online]. Patria Finance, 2014 [cit. 2015-11-28]. Dostupné z WWW: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2563529/zivot-s-emirem-aneb-neni-emir-jako-emir.html>

<sup>103</sup> HUSTÁK, Zdeněk. *AIFMD – Nový evropský režim pro speciální fondy a fondy kvalifikovaných investorů* [online]. EPRAVO.CZ, 2011 [cit. 2015-11-28]. Dostupné z WWW: <http://www.epravo.cz/top/clanky/aifmd-novy-evropsky-rezim-pro-specialni-fondy-a-fondy-kvalifikovanych-investoru-77834.html>



#### 5.2.3.5. *Regulace ratingu*

V rámci EU došlo také k přímé regulaci ratingových agentur a jejich činnosti nařízením Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1060/2009 o ratingových agenturách. Zavádí se povinnost registrace pro ratingové agentury, které chtějí podnikat na území EU, v podstatě jde o licenční systém. Dále musí zveřejňovat metodiku, modely a předpoklady hodnocení. Agentury nesmějí hodnoceným subjektům poskytovat poradenství. Pro zvýšení důvěryhodnosti musí agentury zveřejňovat výroční zprávu o své transparentnosti a povinně si musí zavést interní mechanismus hodnocení kvality svého ratingového hodnocení. Toto nařízení bylo implementováno do českého právního řádu. Povolení, dohled a ukládání sankcí ratingovým agenturám je svěřeno ČNB.<sup>104</sup>

#### 5.2.4. USA

Díky globální finanční krizi došlo obecně k navýšení a zpřísnění regulace finančního trhu. Zásadní odezvou na krizi ze strany USA je tzv. Dodd-Frank Act (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, dále jen „Dodd-Frank Act“). Zákon nese označení po osobách klíčových v jeho legislativním procesu. Christopher Dodd je předseda senátní bankovní komise a Barney Frank předseda komise pro finanční služby Sněmovny reprezentantů. Tento zákon prošel americkým legislativním procesem po vypuknutí krize neuvěřitelně rychle, prezident Obama ho podepsal již 21. července 2010. Jeho převážná část nabyla účinnosti již v průběhu tohoto léta. Je to největší legislativní reforma v oblasti financí od *Securities Exchange Act* z roku 1934.<sup>105</sup>

Dodd-Frank Act je nesmírně obsáhlý zákon, má kolem 850 stran, což mu umožňuje široký záběr. Zákon obecně zpřísnuje regulaci v USA. V jeho preambuli je

---

<sup>104</sup> BAŽANTOVÁ, I. a kol. *Ekonomie regulace: Lekce z globální finanční krize*. 1. vyd. Praha: Nakladatelství Vladimír Lelek, 2010. s. 111. ISBN 978-80-904837-0-5. s. 79-81.

<sup>105</sup> ANAND, Sanjay. *Essentials of the Dodd-Frank Act*. Hoboken, New Jersey: John Wiley, 2011. s. 6.

řečeno, že účelem zákona je zvýšení finanční stability Spojených států amerických. Zákon má zvýšit důvěryhodnost, chránit finanční spotřebitele před nepoctivými finančními praktikami a daňové poplatníky, aby nenesli náklady nadměrné spekulace finančních institucí. To souvisí s větší kapitálovou vybaveností bank, nezdary by tedy měli nést majitelé bank. Klade si rovněž za cíl omezit stínové bankovníctví (aktivity bank či např. hedgeových fondů, kterými se dokázaly vyhnout regulatorním pravidlům) a mění institucionální uspořádání dohledu.

V oblasti derivátů je cílem udělat OTC trhy s deriváty více transparentní. Dochází ke zpřísnění mimoburzovního obchodování s deriváty, k vyčlenění obchodů s některými deriváty, k omezení obchodování bank na vlastní účet a k zavedení centrální protistrany.<sup>106</sup>

#### Stručný přehled toho, co vše Dodd-Frank Act konkrétně upravuje:

- Zřizuje Radu pro dohled nad finanční stabilitou (*Financial Stability Oversight Council*, dále jen „FSOC“). FSOC má 10 členů, předsedá jí ministr financí (*Treasury Secretary*) a dalšími členy jsou šéfové federálních dohledových institucí, plus je zde jeden nezávislý člen jmenovaný prezidentem Spojených států a schválený Senátem. Jejím cílem je omezit systémové riziko. FSOC má identifikovat a včasné reagovat na rizika, která mohou představovat nebezpečí pro americkou finanční stabilitu. Její významnou pravomocí je to, že může označit konkrétní finanční instituce jako systémově důležité, jež mohou být zdrojem takového rizika. Oproti předkrizové praxi jsou tak na systémově významné instituce kladeny přísnější regulatorní pravidla.
- Posiluje pravomoci stávajících jednotlivých dohledových institucí. Zejména se posiluje role Federálního rezervního systému (FED).
- Zrušuje úřad, který dozoroval spořitelní (i zajišťovací) instituce.

---

<sup>106</sup> BAŽANTOVÁ, I. a kol. *Ekonomie regulace: Velké korporace*. 1. vydání. Praha: Nakladatelství Vladimír Lelek, 2012. s. 119. ISBN 978-80-904837-2-9. s. 91-94.

- Reformuje FED.
- Upřesňuje proces likvidace finančních institucí. Týká se to mechanismu likvidace problémových velkých finančních institucí, v minulosti označovaných jako „*too big too fail*“.
- Utužuje regulaci bank. Týká se to obchodování bank na vlastní účet. Zákon zakotvuje tzv. Volckerovo pravidlo (*Volcker rule*), což je pravidlo, které omezuje investice bankovních entit v hedgeových fondech (*hedge funds*) a ve fondech soukromého kapitálu (*private equity*) na tři a méně procent celkových investic těchto bankovních entit. Zákon však zakotvuje podstatně mírnější verzi Volckerova pravidla, původně mělo být zcela zakázáno obchodování na vlastní účet (nyní tedy max. 3 %).<sup>107</sup> Cílem je tedy snížit rizikovou expozici komerčních bank tím, že dochází k separaci komerčního a investičního (spekulativního) bankovníctví. To v praxi znamená, že komerčním bankám je zakázáno krátkodobě obchodovat na vlastní účet s cennými papíry, deriváty a komoditními futures a opcemi, je omezeno investování komerčních bank do hedgeových a privátních fondů na max. výši 3 % kapitálu. Ale existují výjimky, kdy mohou banky participovat na investičních operacích na trzích s cennými papíry a na derivátových trzích (např. v rámci ručitelských obchodů, zajišťovacích operací bank, v rámci aktivit banky v pozici market makera apod.). Výjimky nelze ale využít, pokud má banka konflikt zájmů, výraznou expozici v rizikových aktivech nebo riziková expozice banky by mohla přispět k nestabilitě amerického finančního systému.<sup>108</sup>

---

<sup>107</sup> BAŽANTOVÁ, I. a kol. *Ekonomie regulace: Lekce z globální finanční krize*. 1. vyd. Praha: Nakladatelství Vladimír Lelek, 2010. s. 111. ISBN 978-80-904837-0-5. s. 63.

<sup>108</sup> Obdobně Velká Británie aplikovala tzv. Vickersovo pravidlo a přijala v roce 2013 *Banking Reform Act*, ve kterém ohraničila maloobchodní bankovníctví od investičních obchodů na vlastní účet. Nezakazuje se obchodování bankovní skupiny na vlastní účet, ale nesmí být uskutečňováno maloobchodní bankovní entitou. Mělo by se vztahovat jen na velké banky jako je např. Barclays, Lloyds Banking Group apod. Opět existuje řada výjimek k tomuto pravidlu. S úplnou implementací se počítá v roce 2019. Obdobně v Německu či ve Francii přijaty zákony, které vyžadují přesun spekulativních obchodů velkých bank s investičními instrumenty na vlastní účet do specializovaných dceřiných společností.

- Utužuje regulaci dalších subjektů podnikajících na finančním trhu. Velká pozornost je věnována právě hedgeovým fondům. Zavádí se jejich povinná registrace u SEC. Dále budou muset informovat o svých obchodech a svém portfoliu.
- Utužuje se regulace ratingových agentur. Zřizuje se Úřad pro úvěrové ratingy (*Office of Credit Ratings*), který spadá pod SEC. Ratingové agentury selhaly v řadě faktorů v průběhu krize. Jednak nedodržovaly etické a poctivé obchodní praktiky, docházelo u nich ke konfliktu zájmů a hovoří se i o procyklickém efektu jejich ratingového hodnocení. Bývá jim přisuzována vina za udělování vysokých ratingů různým sekuritizovaným produktům. Na území USA byl ještě před krizí přijat zákon *Credit Rating Agency Act* v roce 2006, který měl právě již zabránit konfliktu zájmů a dal pravomoc regulovat některé interní procesy uznávaných ratingových agentur. Dodd-Frank Act pak dále již jen prohloubuje regulaci ratingových agentur. Ukládá jim nové povinnosti, zejména povinnosti informační – zveřejňování úspěšnosti ratingového hodnocení, odkrytí metodologie ratingu, posilují se kontrolní pravomoci a vytváří se interní a externí kontrolní mechanismy.
- Zpřísňuje regulaci hypotečních úvěrů. Zákon zpřísňuje informační povinnosti věřitelů při poskytování hypotečních úvěrů. Věřitelské instituci se ukládá povinnost zkoumat schopnost budoucích dlužníků splácet úvěr. Tato ustanovení sám zákon označuje jako tzv. „antipredátorská“.
- Zpřísňuje regulaci jednotlivých nástrojů finančního trhu. Regulace se zpřísňuje u swapů a kreditních derivátů, což zahrnuje i CDS. Dále jsou zpřísněny hypoteční úvěry/půjčky (*mortgage loans*). Zákon rovněž předpokládá vytvoření clearingové instituce pro obchody s vymezenými deriváty.

- Zřizuje nový Úřad pro finanční ochranu spotřebitelů (*Bureau of Consumer Financial Protection*). Tento úřad bude nezávislou institucí v rámci Federálního rezervního systému. Má zajišťovat to, aby američtí spotřebitelé dostávali jasné, přesné a úplné informace, které potřebují k rozhodování se o hypotečních a spotřebitelských úvěrech, kreditních kartách a dalších finančních produktech. Dále má tento úřad chránit spotřebitele před skrytými poplatky, nevýhodnými ujednáními a nekalými praktikami. Ředitele úřadu jmenuje prezident Spojených států se souhlasem Senátu. Úřad bude mít nezávislý rozpočet a pravomoc vydávat vyhlášky (*rules*).
- Chrání solventní finanční instituce. Pokud bude depozitní instituce solventní, ale bude ohrožena její finanční stabilita, může FED a Federální depozitní pojišťovací korporace, po souhlasu ministra financí, přijmout záchranné záruky za uvedenou instituci.
- Zřizuje další úřady. Zákon zřizuje např. Federální pojišťovací úřad (*Federal Insurance Office*) pod Ministerstvem financí (*Department of the Treasury*)
- Zasahuje do dalších finančních oblastí. Zákon se zabývá i pomocí pro nízkopříjmové skupiny prostřednictvím pomoci se zakládáním bankovních účtů nebo se získáváním mikropůjček (mikroúvěrů).
- Zasahuje do nefinanční oblasti. Například v rámci Dodd-Frank Act Kongres zakročuje proti obchodu s nerosty mající svůj původ v Demokratické republice Kongo vzhledem k násilnostem odehrávajících se v této zemi.
- Zasahuje do corporate governance. Zasahuje tedy do správy akciových společností, do mechanismu vnitřního chodu akciových společností.<sup>109</sup>

---

<sup>109</sup> BAŽANTOVÁ, I. a kol. *Ekonomie regulace: Lekce z globální finanční krize*. 1. vyd. Praha: Nakladatelství Vladimír Lelek, 2010. s. 111. ISBN 978-80-904837-0-5. s. 43-48.

## Závěr

Tato práce se zabývala finančními deriváty a jejich regulací. Cílem práce bylo popsat obecné znaky, které derivátové kontrakty charakterizují, dále představit jednotlivé typy derivátů, se kterými se v současné době obchoduje, popsat platnou národní právní úpravu a zabývat se vývojem jejich regulace na americkém a evropském území.

První kapitola se věnovala základnímu vymezení derivátových kontraktů, jejich vývoji či způsobu obchodování. Při analýze jejich úpravy v národních předpisech jsem došla ke zjištění, že pojem finanční derivát nemáme v žádném platném právním předpisu definován, což považuji za vhodné, neboť je otázka, jak široká by musela tato definice být, aby obsáhla celou škálu modifikací derivátových nástrojů, které jsou v posledních desetiletích předmětem mnoha finančních inovací v rámci finančního inženýrství. Derivátový kontrakt je také podle nového občanského zákoníku nutno svou povahou brát jako inominátní smlouvu. Z hlediska využití derivátů jako prostředku k zajištění či spekulaci je třeba počítat s mnohými riziky, která sebou tyto obchody nesou. Jako velký problém vidím jejich způsob obchodování pomocí pákového efektu, což bylo demonstrováno i na příkladu krachu známého hedgeového fondu.

Další kapitola se přinesla stručný popis jednotlivých typů derivátů, včetně nastínění mechanismu jejich fungování, účelu využití, identifikace jejich podobností a odlišností.

Stěžejní závěrečná kapitola se zabývala vývojem dohledu a regulací derivátů. Po krizovou regulaci hodnotím obecně kladně. Domnívám se, že je třeba transparentnosti, důvěryhodnosti, odbornosti a odpovědnosti subjektů k efektivnímu fungování trhu. Pokud ale srovnám nově přijatou regulaci na území USA a v rámci EU, docházím k závěru, že v USA odezva na krizi především v podobě *Dodd-Frank Act* byla pružná, komplexní a bezprostřední. Je zde vidět úsilí o ochranu finančních spotřebitelů a omezení informační asymetrie. Obecně bych řekla, že USA volí poměrně vstřícný regulatorní přístup. Naopak v EU jde o detailní, přísný a nákladný regulatorní přístup. V rámci EU je regulace neustále doplňována o další a další pravidla, v důsledku toho

dle mého názoru hrozí riziko regulatorního dumpingu (např. do Singaporu, Hongkongu či jiných off-shore finančních center).

Nicméně další prohlubování regulace do budoucna určitě nevidím jako řešení zajišťující efektivně fungující a stabilní finanční systém. Jistou cestou může být spíš kladení důrazu na vlastní odpovědnost jednotlivých institucí pohybujících se na trhu.

## Seznam zkratek

AIF	alternativní investiční fond
AIFMD	směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU o správcích alternativních investičních fondů
BCPP	Burza cenných papírů Praha, a.s.
CBOT	Chicago Board of Trade
CDO	Collateralized Debt Obligation
CDS	Credit Default Swap
CEESEG	CEE Stock Exchange Group AG
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CME	Chicago Mercantile Exchange
ČNB	Česká národní banka
EMIR	nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů
ESFS	Evropský systém finančního dohledu
ESMA	Evropský orgán pro cenné papíry a trhy
FED	Federální rezervní systém
FRA	Forward Rate Agreement
FSA	Financial Services Authority
FSOC	Rada pro dohled nad finanční stabilitou
IAS	Mezinárodní účetní standardy



IASB	Rada pro mezinárodní účetní standardy
IFRS	Mezinárodní standardy pro finanční výkaznictví
ISDA	Mezinárodní asociace pro swapy a deriváty
LTCM	Long-Term Capital Management
MiFID	směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů
MiFID II	směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU o trzích finančních nástrojů
MiFIR	nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č.600/2014 o trzích finančních nástrojů
MTF	mnohostranný obchodní systém
OTF	organizované tržní zařízení
OZ	zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník
PXE	Power Exchange Central Europe, a.s.
SEC	Securities and Exchange Commission
UCITS I	směrnice Rady 85/611/EHS o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP)
UCITS III	směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/107/ES
UCITS IV	směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES
UCITS V	směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/91/EU
ZOK	zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích)
ZPKT	zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

## Seznam použitých zdrojů

### Monografie a učebnice

ANAND, Sanjay. *Essentials of the Dodd-Frank Act*. Hoboken, New Jersey: John Wiley, 2011.

BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 6. upr. vyd. Praha: C.H. Beck, 2012. 519 s. ISBN 978-80-7400-440-7.

BAŽANTOVÁ, I. a kol. *Ekonomie regulace: Lekce z globální finanční krize*. 1. vyd. Praha: Nakladatelství Vladimír Lelek, 2010. s. 111. ISBN 978-80-904837-0-5.

BAŽANTOVÁ, I. a kol. *Ekonomie regulace: Velké korporace*. 1. vyd. Praha: Nakladatelství Vladimír Lelek, 2012. s. 119. ISBN 978-80-904837-2-9.

BĚLOHLÁVEK, A. J. a kol. *Komentář k zákonu o obchodních korporacích*. Plzeň: Aleš Čeněk, 2013. 2733 s. ISBN 978-80-7380-451-0.

DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. 1. přeprac. vyd. Praha: Oeconomica, 2006. 297 s. ISBN 80-245-1033-2.

HUDSON, Alastair. *The law on financial derivatives*. 3rd edition. London: Sweet and Maxwell Limited, 2002. ISBN 0 421 77980 2.

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

HUSTÁK, Z., ŠOVAR, J., FRANĚK, M., SMUTNÝ, A., CETLOVÁ, K., DOLEŽALOVÁ, D. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2012. 1029 s. ISBN 978-80-7400-433-0.

CHANCE, Don M. *Essays in Derivatives: risk-transfer tools and topics made easy*. 2nd ed. Hoboken, N.J.: John Wiley, 2008. ISBN 978-0-470-08625-4.

JÍLEK, Josef. *Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing a.s., 2006. 260 s. ISBN 80-247-1826-X.

JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada, 2002. 624 s. ISBN 80-247-0342-4.

JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2009. 648s. ISBN 978-80-247-1653-4.

JÍLEK, Josef. *Kapitálový a derivátový trh*. 1. vyd. Praha: Bankovní institut, 1998, iii, 370 s.

KOLB, Robert, OVERDAHL James. *Financial Derivatives: Pricing and risk management*. Hoboken, New Jersey: John Wiley& Sons, Inc., 2010. ISBN 978-0-470-49910-8.

KOŠŤÁL, Josef, TUREK, Ludvík. *Jak na obchodování s opcemi a výběr správné strategie*. 1. vyd. Brno: Computer Press, a.s., 2009. 152 s. ISBN 978-80-251-2223-5.

KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., VÍTEK, J. *Právo cenných papírů*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2014. 264s. ISBN 978-80-7400-515-2.

LIŠKA, Václav, GAZDA, Jan. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. 525 s. ISBN 80-86419-63-0.

MÁLEK, Jiří. *Opce a futures*. 2. vyd. Praha: Oeconomica, 2003. 133 s. ISBN 80-245-0488-X.

MAREK, R., JEŽEK, V. *Cenné papíry v novém občanském zákoníku. Komentář*. 1.vyd. Praha: C.H. Beck, 2013. 462s. ISBN 978-80-7400-466-7.

MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.

PAVLÁT, V., KUBÍČEK, A. *Regulace a dohled nad finančními trhy*. 2. přepracované vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2010. 228s. ISBN 978-80-7408-036-4.

PLÍVA, Stanislav. *Bankovní obchody*. 1. vyd. Praha: ASPI, 2009. 220 s. ISBN 978-80-7357-433-8.

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4. aktual. a rozš. vyd. Praha: Grada Publishing a.s., 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6.

SOJKA, Zdeněk, MANDELÍK, Petr. *Komoditní a finanční deriváty: Úvod do problematiky*. 1. vyd. Brno: Akademické nakladelství CERM, s.r.o., 2006. s. 73. ISBN 80-214-3253-5.

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, s. 716.

VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. rozš. a aktual. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. 792 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

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

WITZANY, Jiří. *Financial Derivatives - Valuation, Hedging and Risk Management*. 1. vyd. Praha: OECONOMICA, 2013. 374 s. ISBN 978-80-245-1980-7.

ZÁŠKODNÝ, Přemysl, PAVLÁT, Vladislav, BUDÍK, Josef. *Finanční deriváty a jejich oceňování*. 1. vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2007. s. 162. ISBN 978-80-86754-4.

### ***Právní předpisy***

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

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

Zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník

Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích)

Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví

Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech

Mezinárodní účetní standard IAS 39

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU o trzích finančních nástrojů

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU o správcích alternativních investičních fondů

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/91/EU

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/107/ES

Směrnice Rady 85/611/EHS

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 o trzích finančních nástrojů

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1060/2009 o ratingových agenturách

### ***Judikatura***

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

U.S. Supreme Court. *Hill v. Wallace*, 259 U.S. 44 (1922) [online]. Justia [cit. 2015-11-28]. Dostupné z WWW: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/259/44/>

## **Články**

KRUPOVÁ, Tereza. *Právní aspekty derivátů* [online]. Časopis Všechno, 2012 [cit. 2015-11-25]. Dostupné z WWW: <http://casopis.vsehrd.cz/2012/03/pravni-aspekty-derivatu/>

MUSÍLEK, Petr. *Evropský systém dohledu finančního trhu*. Český finanční a účetní časopis. 2011, roč. 6, č. 2, s. 7-17. Dostupné z WWW: <http://www.vse.cz/cfuc/102>

## **Přednášky**

MUSÍLEK, Petr. *Kapitálové trhy II*. Přednáška. Praha: VŠE, LS 2014/2015.

## **Internetové zdroje**

*Co je PXE? – Power Exchange Central Europe, a.s.* [online]. Power Exchange Central Europe, a.s. [cit. 2015-11-25]. Dostupné z WWW: <http://www.pxe.cz/dokument.aspx?k=Co-Je-PXE>

*Český účetní standard pro finanční instituce č. 110* [online]. Finanční zpravodaj Ročník XXXVIII, 12/2, 31.12.2004 [cit. 2015-11-28]. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled\\_financi\\_trh/legislativni\\_zakladna/penzijni\\_spolecnosti\\_a\\_fondy/download/finzpr\\_03\\_2004.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/legislativni_zakladna/penzijni_spolecnosti_a_fondy/download/finzpr_03_2004.pdf)

Deloitte. *Summaries of International Financial Reporting Standards – IFRS 9 Financial Instruments* [online]. [cit. 2015-11-29]. Dostupné z WWW: <http://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs9>

GREPLOVÁ, Ludmila. *Život s EMIRem aneb není EMIR jako emír* [online]. Patria Finance, 2014 [cit. 2015-11-28]. Dostupné z WWW: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2563529/zivot-s-emirem-aneb-neni-emir-jako-emir.html>

HUSTÁK, Zdeněk. *AIFMD – Nový evropský režim pro speciální fondy a fondy kvalifikovaných investorů* [online]. EPRAVO.CZ, 2011 [cit. 2015-11-28]. Dostupné z

WWW: <http://www.epravo.cz/top/clanky/aifmd-novy-evropsky-rezim-pro-specialni-fondy-a-fondy-kvalifikovanych-investoru-77834.html>

JAROLÍMEK, Tomáš. *Právní povaha finančních derivátů*. Praha, 2012, s. 69. Diplomová práce. Univerzita Karlova, Právnická fakulta, Katedra finančního práva a finanční vědy. Vedoucí práce Michael Kohajda. Dostupné také z WWW: [http://is.cuni.cz/webapps/zzp/search/?tab\\_searchas=basic&lang=cs](http://is.cuni.cz/webapps/zzp/search/?tab_searchas=basic&lang=cs)

KALABIS, Zbyněk. *Jak BASEL III reguluje obchodní banky?* MĚŠEC.CZ [online]. 2012 [cit. 2015-11-28]. Dostupné z: <http://www.mesec.cz/clanky/jak-basel-iii-reguluje-obchodni-banky/>

*Markets in financial instruments: Council adopts new rules* [online]. Consilium [cit. 2015-11-25]. Dostupné z WWW: [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ecofin/142575.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/142575.pdf)

MIKULA, Ondřej. *MiFID II* [online]. Patria Online [cit. 2015-11-25]. Dostupné z WWW: <http://www.patria.cz/pravo/2637103/mifid-ii-co-prinese-update-smernice-o-trzich-financnich-nastroju.html>

MURRAY-JONES, Allan. *The Financial Services Act 2010: Enhanced Powers for the Financial Services Authority* [online]. 2010 [cit. 2015-11-28]. Dostupné z WWW: <https://www.skadden.com/insights/financial-services-act-2010-enhanced-powers-financial-services-authority>

SANTOS, Joseph. *A History of Futures Trading in the United States* [online]. EH.net [cit. 2015-11-28]. Dostupné z WWW: <http://eh.net/encyclopedia/a-history-of-futures-trading-in-the-united-states/>

STUPAVSKÝ, Michal. *Začalo to obilím a zatím skončilo počasím* [online]. 2007 [cit. 2015-11-28]. Dostupné z WWW: <http://www.penize.cz/investice/19026-zacalo-to-obilim-a-zatim-skoncilo-pocasim>

SUCHÁ, Anna. *Návrh nové evropské legislativy o trzích finančních nástrojů* [online]. EPRAVO.CZ [cit. 2015-11-25]. Dostupné z WWW: <http://www.epravo.cz/top/clanky/navrh-nove-evropske-legislativy-o-trzich-financnich-nastroju-79554.html>

*Ukončení obchodování futures na BCPP* [online]. Burza cenných papírů Praha, a.s., 2012 [cit. 2015-11-25]. Dostupné z WWW: <https://www.pse.cz/Novinky/Detail.aspx?ka=2695&language=czech>

*Úřední věstník EU – publikována směrnice UCITS V* [online]. Ministerstvo financí České republiky, 2014 [cit. 2015-11-28]. Dostupné z WWW: <http://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/kapitalovy-trh/investicni-fondy/2014/uredni-vestnik-eu--publikovana-smernice-18897>



## **Seznam grafů**

Graf č. 1: Vývoj světového objemu derivátových obchodů

Graf č. 2: Vývoj objemu obchodů s derivátovými kontrakty na BCPP

## **Abstrakt**

Tato diplomová práce se zabývá finančními deriváty. Hlavním cílem této práce je analyzovat právní úpravu finančních derivátů a představit jejich základní definici, obecné charakteristiky nebo užití finančních derivátů. Dále práce popisuje vývoj dohledu a regulace před a po globální finanční krizi.

Diplomová práce je rozčleněna na tři kapitoly. První kapitola se zabývá definicí finančních derivátů, jejich historickým vývojem. Druhá kapitola je věnována stručnému popisu a vysvětlení důležitých typů finančních derivátů jako jsou forwardy, futures, swapy, opce a kreditní deriváty. Závěrečná kapitola se zabývá otázkou dohledu a regulace finančních derivátů založenou na americkém a evropském právu. V reakci na dopady a příčiny globální finanční krize se regulace zvýšila. Byly zavedeny nové regulační předpisy, které vyžadují např. větší transparentnost OTC derivátů nebo jejich vypořádání prostřednictvím centrální protistrany.

Klíčová slova: finanční deriváty, forwardy, futures, swapy, opce, regulace

## **Abstract**

This thesis is focused on the financial derivatives. The main goal of this paper is to analyse legal nature of financial derivatives and to present universal definition, general characteristics or utilization of financial derivatives. The other goal of this paper is to describe the development of supervision and regulation before and after The Global Financial Crisis.

The thesis is composed of three main chapters. Chapter One is focused on a definition of the financial derivatives as well as the development of derivatives in the fields of history. Chapter Two is dedicated to brief description and explanation of important derivatives types such as forwards, futures, swaps, options and credit derivatives. Chapter Three of this thesis deals with the problems of supervision and regulation of financial derivatives based on American and European law. In response to the causes and effects of The Global Financial Crisis the regulation increased. There were introduced new regulatory legislations which require for example deep transparency of OTC derivatives or settlement of OTC trades through a central counterparty.

Key words: financial derivatives, forwards, futures, swaps, options, regulation