

UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE  
PRÁVNICKÁ FAKULTA

RIGORÓZNÍ PRÁCE

**ÚVOD DO FINANČNÍCH DERIVÁTŮ SE  
ZAMĚŘENÍM NA SWAPY**

BŘEZEN 2013

MGR. KAMIL STANĚK, LL.M.

## Prohlášení

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

V Praze dne 25. března 2013

Mgr. Kamil Staněk, LL.M.

## **PODĚKOVÁNÍ**

Na tomto místě bych chtěl poděkovat svému vedoucímu rigorózní práce JUDr. Michaelu Kohajdovi, Ph.D., za jeho podporu a cenné rady při vedení rigorózní práce, zejména za flexibilní komunikaci e-mailem, čehož si nesmírně cením. Dále bych rád poděkoval svým rodičům, rodině a přítelkyni za morální a psychickou podporu při tvorbě této rigorózní práce.

## OBSAH

<b>1</b>	<b>Úvod .....</b>	<b>6</b>
<b>2</b>	<b>Finanční deriváty .....</b>	<b>9</b>
2.1	Historie finančních derivátů .....	9
2.1.1	Počátky finančních derivátů .....	10
2.1.2	Novodobý vývoj finančních derivátů .....	12
2.1.3	Současný vývoj finančních derivátů.....	14
2.2	Podstata finančních derivátů .....	14
2.3	Účel finančních derivátů .....	16
2.3.1	Zajištění .....	18
2.3.2	Spekulace.....	20
2.3.3	Tvorba trhu .....	23
2.3.4	Arbitráž.....	26
2.3.5	Ostatní účely .....	28
2.4	Právní postavení finančních derivátů .....	31
2.4.1	Právní postavení finančních derivátů dle českého práva.....	32
2.4.2	Finanční deriváty a pojištění .....	43
2.4.3	Právní postavení finančních derivátů v právním řádu České republiky .....	46
2.4.4	Právní postavení finančních derivátů v Německu .....	58
2.5	Klasifikace finančních derivátů.....	63
2.5.1	Klasifikace dle místa sjednávání .....	63
2.5.2	Pevné termínové operace a opční kontrakty.....	64
2.5.3	Klasifikace dle podkladových aktiv .....	65
2.5.4	Klasifikace dle ukončení derivátového obchodu.....	66
2.6	Přehled a základní popis derivátů.....	67
2.6.1	Forward.....	68
2.6.2	Futures .....	73
2.6.3	Opce.....	78
2.6.4	Ostatní finanční deriváty a jiné.....	79
<b>3</b>	<b>Swapy .....</b>	<b>82</b>

3.1	Charakteristika swapů .....	82
3.1.1	Druhy swapů a jejich charakteristika .....	85
3.1.2	Standardní swapy.....	85
3.1.3	Úvěrové swapy .....	91
3.2	Rizika spojená se swapy.....	101
<b>4</b>	<b>Veřejnoprávní regulace swapů .....</b>	<b>110</b>
4.1	Institucionální rámec regulace swapů .....	111
4.1.1	Institucionální rámec regulace swapů v České republice... ..	111
4.1.2	Institucionální rámec komunitární regulace swapů.....	113
4.2	Regulace swapů.....	115
4.3	Role nestátních subjektů.....	118
4.4	Regulace de lege ferenda.....	121
<b>5</b>	<b>Závěr .....</b>	<b>124</b>
	<b>Použité zkratky .....</b>	<b>132</b>
	<b>Použitá literatura .....</b>	<b>135</b>
	Odborná literatura .....	135
	Ostatní.....	143
	<b>Abstrakt .....</b>	<b>146</b>
	<b>Abstract.....</b>	<b>147</b>
	<b>Resumé.....</b>	<b>148</b>
	<b>Klíčová slova.....</b>	<b>150</b>

# 1 ÚVOD

Tématem této rigorózní práce jsou primárně swapy. Pro komplexnější vhléd do této problematiky bude v rigorózní práci zahrnuto i několik obecnějších kapitol o finančních derivátech tak, aby byla práce logickým výkladem od obecného ke konkrétnímu. Samotný výklad o swapech, jedněch z nejkompexnějších finančních derivátů, by byl bez teoretického základu takřka vyloučen.

Ke členění kapitol – práce se bude členit celkem do celků, a to do úvodu, vlastního textu, závěru, dále bude následovat, seznamu použité literatury, seznamu použitých zkratk, české a cizojazyčného resumé a klíčová slova.

Kapitola 2 bude nabízet obecný úvod do problematiky finančních derivátů, od jejich historie, přes jejich podstatu a obecnou charakteristiku, až po jejich (komplikované) právní vymezení. V závěru této kapitoly se v krátkosti pokusím nastínit základní charakteristické rysy jednotlivých finančních derivátů, vyjma swapů.

Tématem swapů, tedy jádrem celé rigorózní práce, se budu zabývat v kapitole 3. Po rozebrání charakteristiky swapů se zaměřím na jednotlivé druhy swapů, a to zejména na úvěrové swapy. Úvěrovými swapy jsem se rozhodl zabývat právě kvůli aktuálnosti tohoto tématu. Byly to totiž i tyto finanční instrumenty, které sehrály nezanedbatelnou roli v nedávné (a zřejmě, byť v modifikované podobě, stále trvající) finanční krizi. Právě na tomto finančním instrumentu lze dokumentovat tradiční přísloví „dobrý sluha, ale zlý pán“. V závěru této kapitoly se budu zabývat právě riziky spojenými se swapy.

Ve čtvrté kapitole se zaměřím na veřejnoprávní ingerenci v oblasti swapů. Tato ingerence v podobě kontroly, restrikcí a regulace je tématem taktéž navýsost aktuálním, jelikož – jak bude popsáno níže – regulátor se v případech snahy o regulaci swapů pouští do ekonomického světa *sui generis*, který vyrostl víceméně bez ohledu na právní řád pouze v ekonomických kruzích. Kromě regulace se pokusím shrnout možnosti právních sankcí, které má stávající právní řád k dispozici.

Cílem této práce je zejména aktuální zmapování a komplexní popsání právního a funkčního postavení swapů. Ač jsou právě swapy tématem velice aktuálním<sup>1</sup>, v české literatuře chybí novější monografie týkající se této problematiky. Publikace od českých autorů jsou nadto pojmány zejména z ekonomicko-matematického hlediska. Toto mým cílem není (ani toho nejsem schopen). Otázky jednotlivých propočtů, výhodnosti a rentability a otázky účetní a daňové nechávám v této rigorózní práci stranou. Ovšem právní rámec, a to jak ze soukromoprávního, tak z veřejnoprávního pohledu, je předmětem této práce, stejně tak, jako úvahy de lege ferenda.

Samotná deskripce jednotlivých finančních derivátů a jejich charakteristika může sklouznout k prostému a nudnému popisu skutečností – ač se tomuto nelze vyhnout – pokusím se nejen konstatovat fakta, ale také je v rámci možností komentovat a hodnotit.

Vzhledem k až fatální absenci právní literatury k tématu swapů a finančních derivátů obecně v české literatuře, je i jakýmsi vedlejším cílem shromáždění kvalitního a komplexního seznamu použité literatury, který může být přínosný i pro další zpracování této problematiky.

Zvolenou metodikou mi bude analýza dostupné literatury a komparace dostupných pramenů. Vedle tuzemské literatury hodlám čerpat i z literatury cizojazyčné, a to z německé a zejména z anglické. S tím souvisí i používání anglických výrazů – nejedná se vskutku o módní trend, důvod je prozaičtější – finanční deriváty,

---

<sup>1</sup> Připomeňme tzv. de Larosièrovu skupinu, která ve své zprávě, kterou předložila dne 25. února 2009, upozorňuje na nedostatečnou regulaci finančních derivátů a zejména swapů uvnitř EU (viz The high-level group on financial supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosièr, [online]. [cit. 2012-10-16]. dostupné z:

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosièr\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosièr_report_en.pdf)). K tomuto např. PAVLÁT, Vladislav, KUBÍČEK, Antonín. *Regulace a dohled nad finančními trhy*. 2. vyd. Praha : Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2010, s. 92 – 96. V půli roku 2010 byl v USA uzákoněn známý Dodd–Frank Act, který reguluje mimo jiné i finanční deriváty. (viz Pub.L. 111-203, H.R. 4173. Jedná se o velice význačný americký zákon v oblasti dohledu nad kapitálovým trhem, který byl značným zásahem do liberální finanční regulace). Evropská unie v návaznosti na výše uvedenou zprávu de Larosièrové skupiny připravila mimo jiné nařízení Nařízení o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů, viz dále. Blíže viz DOLEŽALOVÁ, Daniela. K návrhu nového nařízení o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů. *Obchodněprávní revue*. 4/2012, s. 113) regulující zejména tzv. OTC deriváty (z angl. „over-the-counter“ = přes pult, přes přepážku), jedná se o finanční deriváty, které nejsou obchodovány na oficiálních trzích, viz BAKEŠ, Milan, a kol. *Finanční právo*. 6., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2012, s. 436, Beckovy právní učebnice. ISBN 978-80-7400-801-6 (Váz.).

tak jak je známe nyní, pocházejí především ze Spojených států amerických, či jiných anglicky mluvících zemí. A k tomu se jedná o pojmy v porovnání s jinými právními instituty vcelku mladé, tedy o pojmy, které vznikaly již v době, kdy angličtina byla *lingua franca* světového businessu a potažmo i práva užívaného v tomto kontextu. Proto řada pojmů nemá český ekvivalent (uvažme jen slovo swap /sic/). U těchto slov se o překlady pokoušet nebudu, u ostatních důležitých pojmů uvedu zpravidla kurzívou v závorce originální termín společně s českým překladem.

Jmenovitě budu k vyhledávání anglicky psané literatury používat zejména veřejně přístupné databáze Social Science Research Network ([www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)) i zpoplatněné databáze a právní informační systémy LexisNexis ([www.lexisnexis.com](http://www.lexisnexis.com)), Westlaw ([www.westlaw.com](http://www.westlaw.com)) a Practical Law Company (<http://uk.practicallaw.com>).



## 2 FINANČNÍ DERIVÁTY

V této kapitole se budu zabírat finančními deriváty<sup>2</sup>, a to od historických aspektů, přes jejich ekonomické, funkční a právní vymezení a legální definice, až po jednotlivé typy finančních derivátů.

Pro další výklad, než zabředneme do podrobností a jednotlivostí, je třeba určit, co finanční derivát je. Pokusíme-li se zjednodušit veškeré definice finančních derivátů (viz dále), pak můžeme říci, že finanční derivát je finanční instrument, jehož hodnota je odvozena (derivována) od hodnoty svého podkladového aktiva. K peněžnímu vypořádání dochází zpravidla v budoucnu, k faktickému vypořádání podkladového aktiva zpravidla nedochází. Proto se jedná o tzv. termínový / termínovaný<sup>3</sup> obchod, tedy sjednání obchodu a jeho plnění nenastává v jeden okamžik.

Další jednoduchou pracovní definici nabízí dr. Štenglová, když udává, že „obecně lze říci, že deriváty jsou finanční (investiční) nástroje, jejichž hodnota je derivovaná (odvozená) od jiného podkladového aktiva. Mezi deriváty se zahrnují např. opce, futures, forwardy, swapy aj.“<sup>4</sup>

Jak dále uvidíme, definice (zejména ta legální) a podstata finančních derivátů je složitější, avšak s tímto nástinem si lze vystačit v další kapitole, která se bude zabývat historií finančních derivátů.

### 2.1 Historie finančních derivátů

Různí autoři vidí počátek historického vývoje finančních derivátů v různých časových obdobích. Pro zjednodušení jsem se rozhodl tento vývoj rozdělit do tří etap dle následujících subkapitol. Ač většina autorů vidí počátky v době velice vzdálené, domnívám se, že o historickém vývoji finančních derivátů lze hovořit až v historických etapách uvedených v subkapitolách 2.1.2 a 2.1.3.

---

<sup>2</sup> Někteří autoři striktně, někteří méně striktně rozlišují mezi „finančními“ a „komoditními“ deriváty. Pokud v této práci není uvedeno dále jinak, jsou termínem finanční deriváty myšleny i komoditní deriváty a tyto termíny se posléze synonymicky používají se slovem derivát.

<sup>3</sup> V odborné literatuře se lze setkat s oběma pojmy, dále budou tedy používány promiskue.

### 2.1.1 Počátky finančních derivátů

Většina autorů (zejména jedna z našich největších tuzemských kapacit na finanční deriváty, prof. Jílek) považují za prvotní zmínku o finančních derivátech Chamurapiho zákoník.<sup>5</sup>

V článku 48<sup>6</sup> stanoví tento zákoník, že v případě neúrody způsobené záplavami nebo naopak suchem nemusejí dlužníci (pěstitelé) splácet pro daný rok dluh ve formě zrna ani úroky z něj. Na tomto příkladu je vidno, že se odborná literatura snaží nalézt počátky finančních derivátů v dávné minulosti. Dle mého názoru se zde nejedná o finanční derivát, spíše o jakýsi „generální pardon“, jelikož zde není akcentována zásadní složka finančních derivátů, a to jejich soukromoprávní povaha.

Jiní autoři vidí počátky finančních derivátů v biblickém příběhu (Genesis, kapitola 29) o Jákobovi, který měl získat od Lábanu opci na sňatek s jeho dcerou Ráchel. Aby ji Jákob dostal za ženu, musel u Lábanu pracovat po sedm let. Po sedmi letech práce mu ji ovšem Lában odmítl dát za ženu (literatura tu až úsměvně mluví o prvním „selhání“ / „default“<sup>7</sup>). Jákob toho ovšem nehleděl a rozhodl se zakoupit si další opci, jejímž protiplněním bylo dalších sedm let práce pro Lábanu. Po těchto sedmi letech již k selhání nedošlo, a tak si vzal Jákob za ženu i Ráchel (přičemž bigamie byla dovolena).

O poznání blíže realitě a podstatě finančních derivátů byl řecký filosof a myslitel Thalés z Milétu, který byl nejen nadaným učencem, ale i dnešní mluvou řečeno bystrým obchodníkem. Díky svým propočtům a prognózám (jakási forma informační asymetrie, potažmo morálního hazardu, viz dále) odhadl značnou úrodu oliv v jednom roce a před

---

<sup>4</sup> ŠTENGLOVÁ, Ivana in HENDRYCH, Dušan. *Právníký slovník*. 3., podstatně rozš. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2009, s. 135. Beckovy odborné slovníky. ISBN 978-80-7400-059-1 (Váz.).

<sup>5</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, s. 99. ISBN 80-247-0342-4.

<sup>6</sup> THE CODE OF ḪAMMURABI. - Hammurabi, The Code of Hammurabi [2250 BC]. HAMMURABI. The Online Library of Liberty [online]. [cit. 2012-02-22]. Dostupné z: [http://oll.libertyfund.org/?option=com\\_staticxt&staticfile=show.php%3Ftitle=1276&chapter=79346&layout=html&Itemid=27](http://oll.libertyfund.org/?option=com_staticxt&staticfile=show.php%3Ftitle=1276&chapter=79346&layout=html&Itemid=27).

<sup>7</sup> Jak uvidíme v následujících kapitolách, je pojem „selhání“ (*default*) zásadním pojmem v derivátových operacích, zejména u tzv. CDS (swap úvěrového selhání, *credit default swap*).

sklizní zakoupil opci na pronájem značné části lisovacích strojů, čímž později při dobré úrodě značně zbohatl.<sup>8</sup>

Z dalších zdrojů se lze dozvědět, že derivátové obchody byly prováděny od okamžiku, kdy lidé byli schopni dávat a plnit věrohodné a spolehlivé sliby, jelikož významným faktorem finančních derivátů (v jejich původním pojetí) bylo plnění v budoucnu. Proto se můžeme setkat s názory, že deriváty využívali obchodníci ve starověké Mezopotámii a v okolí řeky Indus, a to zejména v obchodech s odloženou dodávkou, které byly často spojeny i s půjčkami. Tyto obchody (tedy de facto smlouvy) zaznamenávali obchodníci na hliněné destičky, které se zachovaly do dnes. Posouváme-li se dále v dějinách lidstva, zjišťujeme, že staří Římané znali dvě modifikace kupní smlouvy, a to *emptio / vendito re speratae* (koupě podmíněná) a *emptio / vendito spei* (koupě naděje). Obě tyto smlouvy, ač nebyly klasickými deriváty, byly hojně využívány při středomořském obchodování se zeměmi severní Afriky.

Po pádu římské říše nastala doba temna („*dark age*“), která derivátovým obchodům nepřála. Renesanci zažily derivátové obchody příznačně až v období renesance, a to v městech, která byla centry tehdejšího obchodu (italská města, později Antverpy, či Amsterdam). Z dobových záznamů se dozvídáme, že již v této době uzavírali obchodníci tzv. finanční rozdílové smlouvy „*contract for difference*“<sup>9</sup> („**CFD**“), které byly ovšem v porovnání s dnešní dobou daleko méně sofistikované. S prvním rozvojem akciových společností se rozrůstají podkladová aktiva z do té doby jediných komodit na akcie. Tímto přechodem se začíná – i když oproti dnešnímu stavu velice triviálně – vytvářet abstraktnější podoba finančních derivátů jako jakési „*Ding an sich*“.

V období do 19. století se událo mnoho významných událostí pro vývoj finančních derivátů. Krom jiných je třeba vypíchnout tzv. „tulipánovou horečku“, která

---

<sup>8</sup> CHANCE, Don. A Brief History of Derivatives. *A Brief History of Derivatives* [online]. John Wiley & Sons, 1998[cit. 2012-02-24]. Dostupné z: <http://husky1.stmarys.ca/~gye/derivativeshistory.pdf>.

<sup>9</sup> *Contract for difference (CFD)* finanční rozdílová smlouva je novodobým finančním derivátem, ve kterém se strany zaváží zaplatit rozdíl mezi aktuální hodnotou aktiva a jeho hodnotou k okamžiku uzavření smlouvy. Podrobněji viz BROWN, Christiane; DARK, Jonathan; DAVIS Kevin. *Exchange Traded Contracts for Difference: Design, Pricing and Effects*. [online]. 2009[cit. 2012-02-24]. Dostupné z: <http://ssrn.com/abstract=1420704> nebo HOLMES, Nicholas. *Contracts for differences: Getting through the maze. PLC Magazine (UK)*. (C) Legal and Commercial Publishing Limited, 2004. DOI: 2-102-8870.

byla označovaná za jednu z první „bublin“ na kapitálových trzích. Svou roli na této bublině sehrály i deriváty, které hnaly ceny tulipánů, ještě předtím než byly zasazeny a než vykvetly, do astronomických výšin, které neměly reálného základu. Tyto události společně s další bublinou tzv. South Sea Company Bubble (tato bublina byla považována za první mezinárodní / celosvětovou) spojenou s akciovou společností South Sea<sup>10</sup> vedly tehdejší zákonodárce, tedy potažmo regulátory trhu, k nastavení přísnějších pravidel. Mimo jiné se to týkalo i derivátových a spekulativních obchodů, které byly v různých obdobích buď úplně zakázány (zejména pokud šlo o předchůdce tzv. contract for difference a derivátů odvozovaných od nekomoditních podkladových aktiv) nebo přísněji regulovány (kupříkladu vymezením komodit, které mohly sloužit jakožto podkladové aktivum).<sup>11</sup>

### 2.1.2 Novodobý vývoj finančních derivátů

Za skutečný přelom v historickém vývoji finančních derivátů je možno považovat 19. století. I když některé publikace připisují prim Královské burze v Londýně, je dle mého názoru pro vývoj derivátových obchodů mnohem důležitější vývoj na americkém kontinentu.

Situace na trhu se zemědělskými komoditami (zejména obilí a kukuřice) totiž přinášela ekonomické nesnáze pro všechny účastníky trhu. Díky sezónnímu charakteru obchodů bývaly sklady střídavě přeplněné a posléze kapacitně dostatečně nevyužité. Důsledkem toho okamžité ceny obilí drasticky rostly a padaly. Řešením se ukázaly takzvané „to-arrive“ kontrakty, které zafixovaly cenu a umožnily pozdější dodávku obilí. Jednalo se o standardizované kontrakty, které umožňovaly nejen zajištění farmářů proti kolísání ceny, ale i spekulace na budoucí cenový vývoj.<sup>12</sup>

---

<sup>10</sup> Podrobněji viz SHEA, Gary. Understanding financial derivatives during the South Sea Bubble: the case of the South Sea subscription shares. *Oxford Economic Papers* [online]. 2007-10-01, roč. 59, Supplement 1, i73-i104 [cit. 2012-02-24]. ISSN 0030-7653. DOI: 10.1093/oep/gpm031. Dostupné z: <http://oep.oxfordjournals.org/cgi/doi/10.1093/oep/gpm031>.

<sup>11</sup> WEBER, Ernst Juerg. *A Short History of Derivative Security Markets*. [online]. 2008 [cit. 2012-02-24]. Dostupné z: <http://ssrn.com/abstract=1141689>.

<sup>12</sup> KLIMEŠOVÁ, Jiřina. *HISTORIE OBCHODOVÁNÍ S DERIVÁTY FINANČNÍHO TRHU*. Brno, 2009. Dostupné z: [http://is.muni.cz/th/99805/esf\\_m/?lang=en;id=169623](http://is.muni.cz/th/99805/esf_m/?lang=en;id=169623). Diplomová práce. Masarykova univerzita Ekonomicko-správní fakulta. Vedoucí práce Ing. Boris ŠTURC, CSc.

Fyzickou i ekonomickou křižovatkou, kde se potkávala nabídka a poptávka bylo v té době město Chicago, které tomu vděčilo i svojí polohou v blízkosti jezer i úrodné půdy amerického středozápadu. Právě tam vznikly dvě významné derivátové burzy, a to Chicago Board of Trade (CBOT), nejstarší světová burza specializující se na obchodování s finančními deriváty, založena v roce 1848 (v pravdě revoluční rok) a Chicago Mercantile Exchange (CME), založena 1898.<sup>13</sup> V odborné literatuře je právě CBOT označována díky této specializaci za jednu z nejúspěšnějších burz ve Spojených státech amerických.<sup>14</sup>

Postupem času se na těchto burzách začaly sjednávat dlouhodobé obchody mezi kupujícími (obchodníky, zpracovateli) a prodávajícími (pěstiteli) do budoucna za předem domluvenou cenu. Tyto smlouvy se začaly označovat jako „*forward contract*“, dnešní terminologií zkráceně *forwardy* (podrobněji viz dále). Tímto se docílilo prvního institucionalizování finančních derivátů pomocí burzy.

*Forwardy* však byly posléze vylepšeny – nebyly standardizovány co do kvality a termínu dodávky. Proto bylo v roce 1865 obchodování se zrnem standardizováno. Tudiž jedinou proměnou zůstala cena komodity. Takto standardizované *forwardy* se začaly označovat jakožto *futures contract* dnešní terminologií zkráceně *futures* (podrobněji viz dále). Zpočátku byly *futures* využívány k zafixování cen ke spokojenosti všech, i.e. v dobách sklizně, kdy byl přebytek, i v dobách jarních, kdy nedostatek způsoboval značný cenový vzestup. V této době ovšem přicházejí na scénu další protagonisté – spekulanti. Spekulanti nikdy komodity zpracovávat (tudiž i „fyzicky“ vlastnit) nechtěli, ani nepotřebovali. Spekulovali pouze na pokles či vzestup cen ke svému prospěchu. Tím trhu dodávali potřebnou likviditu. Odvrácenou stranou likvidity ovšem byla – již v té době – značná volatilita.

Později v 19. století vznikl další finanční instrument, tzv. *privilegium* („*privileges*“). Tento kontrakt byl jakýmsi vylepšením *futures*, a to tím, že bylo možno dodávku odmítnout. Dnešní terminologií se jedná o *opce*.

---

<sup>13</sup> Obě tyto burzy provedly v roce 2007 fúzi a staly se součástí finančního holdingu CME Group Inc.

<sup>14</sup> KROSZNER, Randall. Can the Financial Markets Privately Regulate Risk? The Development of Derivatives Clearing Houses and Recent Over-the-Counter Innovations. *Booth School of Business, University of Chicago; National Bureau of Economic Research (NBER)*, str. 5 [online]. 1999 [cit. 2013-01-17]. Dostupné z: <http://ssrn.com/abstract=170350> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.170350>.

V průběhu dvacátého století si ovšem vlády začaly uvědomovat hazard, kterého se dopouští tím, že nechávají tolik potřebné potravinové komodity v rukou několika málo spekulantů. Proto se začala uplatňovat přísnější a přísnější regulace burzovního obchodování s finančními deriváty. Toto mělo za následek, že obchodníci odcházeli z burz a začali své obchody provádět mimo tyto přísné regulace, což vedlo k počátku tzv. OTC („*Over-the-counter*“) obchodování (viz dále).

### **2.1.3 Současný vývoj finančních derivátů**

Základním znakem současného vývoje finančních derivátů je odklon od zemědělských komodit jako podkladových aktiv. O to více se dnes používají úrokové, akciové, měnové, úvěrové či jiné nástroje.

V osmdesátých letech dvacátého století přicházejí na scénu swapy, kterým se budu podrobněji věnovat dále. Krom toho vznikají i různé mutace finančních derivátů – e.g. opce na futures, tedy deriváty derivátů. Pro všechny tyto novodobé finanční produkty je shodné to, že vznikají v rukou finančních inženýrů, nikoli zákonodárců. Právě zákonodárci a regulátoři se je snaží „krotit“ do jakési neškodné podoby, která nebude znamenat přímé riziko pro ekonomiku.<sup>15</sup>

Nepřehlédnutelně se novodobé finanční deriváty podepsaly i na nedávné finanční krizi z roku 2008, jejímž byly katalyzátorem (viz dále).

Zrekapitulujeme-li si výše nastíněný vývoj finančních derivátů, můžeme najít shodné rysy vracející se v pokřivené sinusoidě. Od prvopočátků sloužících k zajištění až ke spekulacím, bublinám a krizím.

Slovy George Santayana: „Ti, kdo si nepamatují minulost, jsou odsouzeni k tomu, si ji opakovat“.

## **2.2 Podstata finančních derivátů**

Zobecníme-li podstatu všech finančních derivátů, tak můžeme tvrdit, že finanční deriváty jsou oboustranné smlouvy, jejichž hodnota se odvozuje (derivuje) od jiné výchozí hodnoty („*underlying*“), která je utvářena tržně. Podkladem této výchozí

hodnoty je hodnota podkladového aktiva<sup>16</sup> („*underlying asset*“, v případě, že je podkladovým aktivem cenný papír, používá anglická terminologie spojení „*underlying security*“). Podkladovým aktivem, jak si ukážeme dále, může být komodita, měna a její kurs či jiný derivát (tzv. derivát druhého stupně).<sup>17</sup>

Znaky finančních derivátů tedy jsou: (i) oboustranně zavazující smlouva, (ii) (alespoň jednostranně) stochastický prvek a (iii) (alespoň jednostranně) aleatorní prvek.

Stochastickým prvkem je myšlena náhodnost, nahodilost – zjednodušeně řečeno, je-li komplexní systém závislý na velkém množství proměnných, stávají se klasické metody a postupy neefektivními a nastupuje náhodnost. S tím souvisí i aleatorní prvek, tedy prvek rizika. Shrneme-li výše uvedené, můžeme konstatovat, že finanční deriváty jsou oboustranné smlouvy, kde alespoň jedna strana nese riziko způsobené náhodností situace v budoucnu.<sup>18</sup>

Z hlediska funkčního je třeba akcentovat časový aspekt derivátových obchodů, a to že „finanční deriváty představují obecně právo, resp. povinnost na nákup nebo prodej v určitém čase určitého finančního instrumentu běžně obchodovaného na trhu, jako jsou cenné papíry, peníze cizích měn apod. nebo na peněžní vypořádání odvislé od hodnoty úrokové míry, měnového kurzu, finančního indexu atd. Standardní obchodní instrumenty, které jsou předmětem práv ztělesněných ve finančních (ale i jiných) derivátech, se nazývají bázičné (základní), podléhající nebo podkladové (z angl. „*underlying*“) instrumenty či aktiva. Tržní ceny finančních derivátů mají proto korelaci s tržními cenami příslušných bázičných instrumentů a jsou vůči nim nepřetržitě porovnávány“.<sup>19</sup> To znamená, že se jedná o termínové obchody, jež jsou odvozeny od

---

<sup>15</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, s. 105. ISBN 80-247-0342-4.

<sup>16</sup> Dále se můžeme setkat s termíny: bázičný nebo podkladový instrument.

<sup>17</sup> BLAHA, Zdeněk Šid, JINDŘICHOVSKÁ, Irena. *Opce, swapy a futures: deriváty finančního trhu*. 1. vyd. Praha: Management Press, 1994, 195 s. ISBN 80-856-0378-0.

<sup>18</sup> REINER, Günter. *Derivative Finanzinstrumente im Recht*. 1. Aufl. Baden-Baden: Nomos-Verl.-Ges, 2002. ISBN 37-890-7855-7.

<sup>19</sup> BAKEŠ, Milan, a kol. *Finanční právo*. 6., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2012, s. 426 - 443, Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-80-7400-801-6 (Váz.)

tzv. obchodů spotových (promptních).<sup>20</sup> Termínovým obchodem je obchod s odloženou splatností závazků stran.

Jak již bylo výše uvedeno, mají v sobě finanční deriváty inkorporované značné riziko. Nezřídka je toto riziko (podrobněji viz rozbor v právním vymezení tohoto pojmu) připodobňováno ke hře a sázce. Většina finančních derivátů jsou tzv. hrami s nulovým součtem („*zero-sum game*“), i.e. součet zisků a ztrát obou partnerů je nulový. Jinými slovy kolik získá jeden z partnerů, tolik druhý z partnerů ztratí. Ač je pro finanční deriváty příznačné, že není potřeba žádná či minimální počáteční investice, vyžadují při uzavření finančního derivátu finanční instituce složení určitých prostředků, ze kterých by se případně hradila ztráta vzhledem k hodnotě derivátu. Tyto prostředky mohou mít formu tzv. marže („*margin*“) nebo kolaterálu („*collateral*“). V zásadě je výše kolaterálu odvozována procentuálně od hodnoty kontraktu. Kolaterálem mohou být i zástavy či záruky.<sup>21</sup>

### 2.3 Účel finančních derivátů

Účely finančních derivátů lze vypočítat již z historického přehledu v subkapitole 2.1. Jsou jimi:

- (i) zajištění,
- (ii) spekulace,
- (iii) tvorba trhu,
- (iv) arbitráž a
- (v) ostatní účely.

Pro demonstraci výše uvedených účelů finančních derivátů je třeba nejprve pro další výklad objasnit způsoby, kterými lze s finančními deriváty operovat. Jedná se o termíny:

---

<sup>20</sup> Blíže viz ŠTENGLOVÁ, Ivana in HENDRYCH, Dušan. *Právní slovník*. 3., podstatně rozš. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2009, s. 835, Beckovy odborné slovníky. ISBN 978-80-7400-059-1 (Váz.): „Promptní obchod (operace) označovaný též jako spotový obchod či spot je pojem používaný na kapitálových trzích pro označení okamžitého nákupu či prodeje cenných papírů.“ Od toho je odvozen pojem spotový trh („*spot market*“), který lze promiskue zaměňovat s termíny okamžitý trh, pohotový trh, promptní trh („*prompt market*“), případně hotovostní trh („*cash market*“).

<sup>21</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, s. 17. BN 80-247-0342-4.



- (i) dlouhá pozice („*long position*“),
- (ii) krátká pozice („*short position*“),
- (iii) otevřená pozice („*open position*“) a
- (iv) uzavřená pozice („*closed position*“).

Dlouhá pozice je situace, kdy:

- (a) subjekt vlastní určitý nástroj,
- (b) nebo jej koupil na spotovém trhu a dosud nedošlo k vypořádání,

(c) anebo koupil tento nástroj prostřednictvím finančního derivátu a vypořádání se uskuteční v budoucnu (ad (a) – toto je klasická situace, kdy subjekt doufá, že poroste hodnota majetku, který vlastní; ad (b) i (c) povšimněme si, že vzhledem k termínovanému charakteru (jak bylo uvedeno výše) obou situací jsou obě situace, ač jedna ze spotového a druhá z derivátového trhu, stejné – rozdíl je v následné dispozici s finančním derivátem, který se vypořádá v budoucnu, jež dává vlastníku derivátu daleko více možností, viz dále). Jestliže se hodnota nástroje zvyšuje, hodnota dlouhé pozice se také zvyšuje. Pokud se jedná o jedinou takovou pozici u jednoho nástroje, subjekt spekuluje na růst hodnoty nástroje.

Krátkou pozicí se oproti tomu rozumí situace, kdy subjekt:

- (a) má závazek prodat určitý nástroj,
- (b) nebo jej prodal na spotovém trhu a dosud nedošlo k vypořádání,

(c) anebo prodal tento nástroj prostřednictvím finančního derivátu a vypořádání se uskuteční v budoucnu. Jestliže se hodnota nástroje zvyšuje, hodnota krátké pozice se snižuje. Pokud se jedná o jedinou takovou pozici u jednoho nástroje, subjekt spekuluje na pokles hodnoty nástroje.

Otevřená a uzavřená pozice jsou poté výsledkem kombinací krátké a dlouhé pozice. Tedy dle prof. Jílka hovoříme o otevřené pozici v situaci, kdy se dlouhá pozice v určitém nástroji (dluhový nástroj, akcie, komodita či cizí měna) nerovná krátké pozici v témže nástroji. Jinými slovy se jedná o situaci, kdy je preferována buď krátká, nebo dlouhá pozice dle preferencí vlastníka nástroje. Tato pozice je (zcela logicky) využívaná pro spekulaci.

Oproti tomu je uzavřená pozice situace, kdy se dlouhá pozice v určitém nástroji (dluhový nástroj, akcie, komodita či cizí měna) rovná krátké pozici v témže nástroji. Tato rovnováha, kde se pozice překrývají a jsou vzájemně spárovány, se někdy nazývá „*matched positions*“. Na rozdíl od výše uvedené otevřené pozice se uzavřená pozice používá k zajišťování.<sup>22</sup>

### 2.3.1 Zajištění

Původním účelem, jak již bylo historiograficky popsáno výše, bylo zajištění<sup>23</sup> („*hedging*“<sup>24</sup>) rizik. Pojem „*hedging*“ má dokonce i svoji legální definici v zákoně č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu („**ZPKT**“), který v § 2a ZPKT v definici profesionálního zákazníka zmiňuje, že *hedging* je obchodování na vlastní účet s investičními nástroji za účelem snížení rizika (*hedging*) z obchodů s finančními deriváty<sup>25</sup>.

Zajištění obecně je opakem spekulace. Jedná se tedy o ochranu hodnoty určitého nástroje, či portfolia nástrojů proti nepříznivému vývoji cen komodit (v prvopočátcích, viz výše), úrokových měr, akciového kurzu, měnového kurzu, či v poslední době rizikovitosti určitého subjektu. Podle míry zajištění praxe i teorie často rozlišuje tzv. dokonalý *hedging*, díky němuž lze dosáhnout pozice úplného zajištění, nebo tzv. nedokonalý (částečný) *hedging*, který slouží pouze k zajištění částečnému. Při

---

<sup>22</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, s. 57-58. ISBN 80-247-0342-4.

<sup>23</sup> Nezaměňovat se zajištěním ve smyslu zajištění závazku („*security interest*“). Stejně tak se někdy nesprávně zaměňuje/překládá slovo *hedging* s pojištěním. Tyto pojmy jsou však od sebe navzájem odlišné (viz dále). Jedním ze základních rozdílů je fakt, že se riziko při *hedgingu* nerozkládá (tak jak je tomu u pojištění), ale přenáší.

<sup>24</sup> Je paradoxní, že slovo „*hedge/hedging*“ znamená a používá se ve smyslu zajištění rizik, avšak „*hedge funds*“ (hedžové fondy) jsou nejrizikovějšími fondy – ač jsou ve světle nedávných událostí podrobeny přísnější regulaci - profesionálních investorů a zákazníků (e.g. „*hedge fund*“ finančníka George Sorose „Soros Fund Management LLC“). Více k „*hedge funds*“ a zejména k jejich nedávnému vývoji, který vyvolal potřebu jejich razantnější regulace, na kterou poukázal průběh nedávné finanční krize YEOH, Peter. Hedge funds: from privileged child to locust and now bogeyman?. *The Company Lawyer*. Sweet & Maxwell, 2012, 33(2), 42-49. Autor se v tomto článku zejména pozastavuje nad volností, jaká byla dána těmto fondům oproti ostatním institucionálním investorům. Komplexní rozbor „*hedge funds*“ nabízí kupříkladu tato publikace: ZÄNKER, Lief. Hedgefonds und ähnliche Beteiligungen. DERLEDER, Peter, KNOPS, Kai-Oliver, BAMBERGERHeinz Georg. *Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht*. 2. Aufl. Berlin: Springer, 2009, s. 1661 - 1680. ISBN 978-3-540-76644-5.

částečném hedging (někdy označován za tzv. aktivní *hedging*) se mísí prvky zajištění a spekulace.<sup>26</sup>

Jelikož výše uvedené může znít poněkud abstraktně, uveďme si jednoduchý příklad: Subjekt A očekává za 3 měsíce platbu 1 milion euro. Současná cena Eura je 25 Kč za 1 Euro. Subjekt A si tedy koupí měnový forward, ve kterém se subjektu B zaváže za tři měsíce dodat 1 milion Euro za 25 milionů Kč. Tedy subjekt A předem prodal „svých“ 1 milion Euro (povšimněme si, že je v době sjednání kontraktu ještě nemá) za předem stanovenou cenu 25 milionů korun, a to bez ohledu na to, jaký bude spotový kurz za tři měsíce. Jinými slovy se v tomto případě subjekt A zajistil proti poklesu spotového kurzu v budoucnosti pod hranici 25 Kč/Euro. Pokud by byl za tři měsíce kurz vyšší než 25 Kč/Euro, bylo by lépe měnový forward neuzavírat, jelikož by na spotovém trhu utržil za 1 milion Euro více než 25 milionů Kč. Pokud by byl výše uvedený kurz nižší než 25 Kč/Euro, tedy než kurz, který by měl subjekt A zaručen, pokud by neprováděl termínovanou transakci, ale spotový obchod, pak byl zajišťovací forward zvolen vhodně a subjekt A v zásadě „vydělal na tom, že neprodělal“. V nejistotě, jaký v tomto případě bude měnový kurz za 3 měsíce, lze spatřovat aleatorní a stochastický prvek finančních derivátů, jak bylo uvedeno výše. Jak je vidět na tomto příkladu, je principem zajišťování právě „mít své jisté“. Pokud by subjekt A v tomto případě totiž neuzavřel měnový forward, byl by vlastně spekulantem. Spekuloval by na spotový kurz, který bude za 3 měsíce. Jinými slovy si zajišťovatel kupuje jistotu, tím že nakupuje opačná rizika vůči podkladovému aktivu.

Odborná literatura rozlišuje dva druhy zajišťovatelů, a to (i) konečné uživatele („*end-users*“) a (ii) dealery („*dealers*“). Toto rozdělení ovšem není nikterak striktní, například banky standardně nabízejí finanční deriváty i je samy využívají. Pro zajišťovatele – dealery – je typické, že mají vysoký rating<sup>27 28</sup>.

---

<sup>25</sup> Doslova s investičními nástroji uvedenými v § 3 odst. 1 písm. d) až k) – v těchto paragrafech je uveden částečný legální výčet finančních derivátů – k těmto písmenům blíže v subkapitole 2.4.

<sup>26</sup> REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. Vyd. 1. Ostrava: Key Publishing, 2008, 433 s. ISBN 978-80-87071-87-8 (Váz.).

<sup>27</sup> Ratingem se obecně rozumí vnější úvěrové hodnocení (in HINDLS, Richard, HOLMAN, Robert, HRONOVÁ, Stanislava. *Ekonomický slovník*. 2. aktualiz. vyd. Praha: C. H. Beck, 2003, s. 519 ISBN 80-717-9819-3.). Jiní autoři rating hodnotí jakožto oceněním úvěruschopnosti (kredibility). Z hlediska aktuálního právního vývoje a regulace ohledně ratingu a ratingových agentur stojí za povšimnutí například tyto články: HUSTÁK, Zdeněk. Několik poznámek k novému režimu regulace

Jak bylo osvětleno v úvodu kapitoly 2.3, rozlišujeme krátké a dlouhé pozice. Výše jsme si ukázali, že krátkou pozici musíme zajišťovat pomocí dlouhé pozice a *vice versa*.

Výše uvedený příklad je však do značné míry schematický a zjednodušený. Pro komplexnější vhléd si je třeba uvědomit, že zajišťování sebou nese i snížení možnosti profitování z příznivého vývoje ceny podkladového aktiva. Další nezanedbatelnou částkou jsou náklady zajištění (náklady na odborné pracovníky, na informační systémy, na právní, daňové a účetní poradenství ohledně vysoce specifických instrumentů, kterými finanční deriváty jsou). U burzovních zajišťovacích derivátů jsou to pak poplatky burze, makléřům a clearingovým centrům. Prof. Jílek dokonce uvádí, že ač se obecně tvrdí, že má smysl o zajišťovacích obchodech uvažovat až od částek převyšujících 1 milion USD, reálně se nejnižší objemy pohybují od 5 milionů dolarů výše.<sup>29</sup>

### 2.3.2 Spekulace

Jak již bylo výše zmíněno, je spekulace<sup>30</sup> opakem k zajištění. Ačkoli se ve světle mediálního servírování zpráv o „nenasytných“ spekulantech může zdát, že se spekulace v odvětví obchodování s finančními deriváty objevila až v poslední době, není tomu tak (viz subkapitola 2.1.2).

Spekulací u finančních derivátů obecně rozumíme převzetí rizik vývoje úrokových měr, akciového trhu, měnového kurzu, cen komodit, rizikovosti a pravděpodobnosti kreditního selhání určitého subjektu, kurzu spotového trhu nebo například počasí. Jak již bylo výše naznačeno, je spekulace opakem zajištění, tudíž krátká pozice v určitém nástroji není kryta pozicí dlouhou a naopak.

---

ratingových agentur v Evropské unii. *Obchodněprávní revue*. 12/2009, s. 343., MIŠŮR, Peter. Ratingové agentury „v hledáčku“ orgánů a institucí EU. *Obchodněprávní revue*. 9/2011, s. 273. a BARÁK, Josef. Nařízení Evropského parlamentu a Rady o ratingových agenturách. *Právní rozhledy*. 5/2010, s. 2.

<sup>28</sup> JÍLEK, Josef. *Kapitálový a derivátový trh*. 1. vyd. Bankovní institut, 1998, s. 227-229.

<sup>29</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, s. 78 - 79. ISBN 80-247-0342-4.

<sup>30</sup> Spekulace je někdy označována jako *trading*, viz například REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Vyd. 4. Praha: Management Press, 2008, 627 s. ISBN 978-80-7261-132-4.

Pro názornost si uveďme jednoduchý příklad měnového forwardu, který bude modifikací příkladu u výkladu zajištění: Subjekt A se zaváže dodat 1 milion Euro za cenu 25 milionů Kč od dnešního dne za tři měsíce. Subjekt B se zaváže dodat 25 milionů Kč za 1 milion Euro. Uvažujme, že stávající kurz Eura vůči Koruně české činí 25 Kč za 1 Euro. Pokud ovšem bude za tři měsíce spotový kurz Eura 20 Kč za 1 Euro, bude situace vypadat následovně: v den splatnosti forwardu nakoupí subjekt A 1 milion Euro za 20 milionů Kč, dodá 1 milion Euro subjektu B a utrží od něj 25 milionů Kč, čímž bude mít okamžitý zisk 5 milionů Kč. Z logiky věci vyplývá, že pokud by byl kurs 30 Kč za 1 Euro, byl by subjekt A ve ztrátě 5 milionů Kč.

Na tomto názorném příkladu je zřejmý jeden zásadní faktor derivátových a především spekulacních operací, a to že zisk (případně ztráta) byl dosažen bez jakéhokoli investování. Subjekt A na počátku uzavřel pouze měnový forward a čekal, než bude splatným. To znamená, že neinvestoval žádné prostředky. Pouze spekuloval, že měnový kurz bude za tři měsíce nižší než 25 Kč za 1 Euro. Proto jsou finanční deriváty pro spekulanty natolik lákavé a atraktivní – jejich nákup, či prodej činí pouze několik procent hodnoty aktiva, tj. hodnoty akcie, komodity, měny apod. Toto umožňuje i u relativně malých finančních prostředků obchodování s velkým objemem aktiv. Tento princip se nazývá „pákový efekt“ („*leverage effect*“).<sup>31</sup>

Působení pákového efektu umožňuje, že zisky investora do finančního derivátu mohou za určitých podmínek růst daleko rychleji než zisky do bazického instrumentu, což je určeno tím, že investor do nákupu určitého investičního instrumentu prostřednictvím finančního derivátu vkládá daleko méně prostředků, než do přímého nákupu podkladového aktiva. Matematicky se poté vypočítává informace o tom, kolikrát je změna hodnoty finančního derivátu větší než jeho podkladového aktiva, což přinese investorům do finančního derivátu nadproporcionální zisky. Nicméně nelze zapomínat na to, že pákový efekt funguje na obě strany, tedy může vest i k větším ztrátám investora.<sup>32</sup> Pojem pákový efekt je mimo jiné i pojmem legálním<sup>33</sup>, ovšem

---

<sup>31</sup> JÍLEK, Josef. *Kapitálový a derivátový trh*. 1. vyd. Bankovní institut, 1998, s. 226-227.

<sup>32</sup> VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, 282 - 283 s. ISBN 978-80-7357-647-9 (Váz.).

<sup>33</sup> Kromě dále uvedeného můžeme pojem pákový efekt nalézt ve vyhlášce č. 23/2007 Sb. o pravidlech oběžného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry, ve

právní předpisy jej používají převážně bez definice. Světlou výjimkou je směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnic 2003/41/ES a 2009/65/ES a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010, která v článku 4 odst. 1 písm. v) uvádí: „Pákovým efektem [je] jakákoli metoda, kterou správce zvyšuje expozici vůči riziku jím spravovaného alternativního investičního fondu, ať už se jedná o půjčku peněžních prostředků nebo cenných papírů, nebo pákový efekt vtělený v derivátových pozicích nebo jiný způsob“. Pákový mechanismus je kromě derivátových obchodů využíván u tzv. maržových obchodů (viz dále).

Jsou-li tedy finanční deriváty využívány ke spekulaci, nejsou ničím jiným než sázkou na budoucí změny měnových kurzů, úroků, cen akcií, komodit atd. Spekulant s deriváty tedy vstupuje na trh finančních derivátů s tím, že akceptuje riziko.

Jedinou motivací ke spekulaci je sledování zisku. Prof. Jílek dokonce uvádí, že spekulant je zaslepen vidinou zisku. Zde se dostáváme k velice spornému společensko-právnímu bodu, a to k otázce, je-li spekulace společensky prospěšná a nejedná-li se o hazard. Prof. Jílek tuto situaci velice trefně přirovnává k situaci kasin a sportovních zápasů. Řekněme, že kasina představují službu společnosti tím, že nabízejí občanům – hráčům státem uznanou, tedy legální možnost hazardu – spekulace. Odhlédneme-li od daňových aspektů hazardu, které pro stát nejsou zanedbatelné, můžeme zde vidět jakousi službu a přínos veřejnosti. Předpokladem je ovšem i jejich státní regulace. U sportovních zápasů je situace podobná, díky sázkám na sportovní týmy a soutěže může občan taktéž spekulovat. Rozdílem ovšem je, že sportovní zápasy nebyly primárně vynalezeny pro spekulativní sázky. Obdobná situace je s derivátovými trhy.

Derivátové trhy lze přirovnat k obrovským institucionalizovaným kasinům. Základním rozdílem mezi kasiny a derivátovými trhy je skladba účastníků obou těchto veskrze hazardních her. Do kasin chodí fyzické osoby, trh s deriváty je převážně určen pro velké, zkušené „hráče“ – převážně právnické osoby – instituce jako jsou banky, spořitelny, investiční a penzijní fondy etc. Nezanedbatelným faktorem jak kasin, tak

---

vyhlášce 303/2010 Sb. o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb nebo v úředním sdělení ČNB k vydávání cenných papírů neupravených českým právním řádem. Ani

derivátových trhů je náhoda. Ve světle výše uvedeného vyvstává otázka, zda-li nejsou finanční deriváty hazardem. K tomuto více v subkapitole 2.4.

Pozorujeme-li trhy s finančními deriváty v celosvětovém měřítku, zjistíme, že většina obchodů na nich prováděných jsou obchody spekulativními. Ovšem ku prospěchu spekulantů je třeba říci, že vedlejším efektem spekulace je zajištění likvidity derivátových trhů, bez níž by chod takového trhu nebyl efektivní.<sup>34</sup>

Likviditou se obecně rozumí míra zpeněžení určitého aktiva v kterémkoli okamžiku při relativně nízké ztrátě z takové konverze. Likvidním trhem je poté myšlen trh, kdy koupi a prodej aktiva je možné bez problémů provést, protože existuje velký počet kupujících a prodávajících, kteří jsou ochotni obchodovat ve velkých objemech. Likvidní trh se vyznačuje malým rozpětím mezi nabídkou a poprávkou.<sup>35</sup> Likvidita se zpravidla měří jako výše transakčních nákladů spojených s přeměnou investičních instrumentů. Obecně platí, že čím vyspělejší trh, tím nižší má transakční náklady, tudíž je likvidnější (naopak mladé rozvíjející se trhy /„*emerging markets*“/ mají vyšší transakční náklady). Aby se investorům vyplatilo investovat na méně likvidních trzích, vyžadují investoři vyšší výnosovou míru v dlouhodobém horizontu.<sup>36</sup> Není tedy divu, že nejvíce derivátů je obchodováno na nejlikvidnějších a také nejvyspělejších trzích, a to zejména v USA, kde je nejvíce spekulantů a spekuluje se s největšími objemy investic.

### 2.3.3 Tvorba trhu

Tvorbou trhu („*market making, quote driven systém*“) se rozumí aktivita jednoho či více subjektů, jež jsou označováni jako tvůrci trhu („*market-makers*“), která vede ke stanovení cen finančních nástrojů. Výsledkem této aktivity je (společně se spekulací, viz výše) likvidita trhu. Tvůrci trhu jsou jakýmsi „pasivnějšími“ subjekty finančního

---

jeden z výše uvedených předpisů pákový efekt nevysvětluje ani pro své účely nedefinuje. Zpravidla jej ovšem spojuje s informační povinností, případně s regulačním příkazem.

<sup>34</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, s. 89 - 90. ISBN 80-247-0342-4.

<sup>35</sup> HINDLS, Richard, HOLMAN, Robert, HRONOVÁ, Stanislava. *Ekonomický slovník*. 2. aktualiz. vyd. Praha: C. H. Beck, 2003, s. 207 ISBN 80-717-9819-3.

<sup>36</sup> REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Vyd. 4. Praha: Management Press, 2008, s. 209 – 210. ISBN 978-80-7261-132-4

trhu. Jejich zisky tvoří samotné obchodování, ale zisky z poplatků a z rozpětí mezi poptávkou a nabídkou.

Základní činností tvůrce trhu je kotace ceny<sup>37</sup>, tedy určení, za kolik je ochoten finanční instrument koupit (tzn. za kolik ho poptává, tudíž cena poptávky – „*bid, bid price*“) a prodat (tzn. za kolik ho nabízí, tudíž cena nabídky – „*ask, asked, ask price, offer, offer price*“).<sup>38</sup> Základním principem je, že tvůrce trhu je povinen od ostatních účastníků nebo od jiných tvůrců trhu koupit, případně jim prodat určitý derivát. Takovýto derivát je poté derivátem tvorby trhu („*market-making derivative*“). Tato činnost je vždy zisková, avšak nemůže ji provádět každý. Jednak pro ni musejí mít subjekty zvláštní povolení od domácího regulátora, jednak je tato činnost velice náročná na vstupní kapitál, zkušenosti a celkovou odbornost. Jak bylo výše uvedeno, tvoří zisk tvůrců trhu zisk z transakčních poplatků a rozpětí<sup>39</sup> mezi poptávkou a nabídkou (jinými slovy, nakupují levněji, prodávají draž).

V praxi jsou tvůrcem trhu velké finanční instituce jako například banky nebo investiční společnosti. Za zmínku stojí zejména korporátní struktura těchto tvůrců trhu. Tvůrci trhu využívají ke svým derivátovým obchodům tzv. SPV<sup>40</sup> („*special purpose vehicle*“). Tato struktura je mimo jiné dána i specifickými regulacemi míry rizikovosti obchodů (mimo jiné tzv. angažovanosti<sup>41</sup>) a tzv. kapitálové přiměřenosti (tzv. polštář<sup>42</sup>)

---

<sup>37</sup> Kotace se v odborné literatuře používá ve dvojnásobném významu, a to v právním a v ekonomickém. V právním významu hovoříme o kótovaném cenném papíru tehdy, pokud byl přijat k obchodování na veřejném regulovaném trhu. V ekonomickém slova smyslu je kotací (nabídky/poptávky) myšlena cena, za kterou je tvůrce trhu finanční nástroj ochoten koupit či prodat, viz HINDLS, Richard, HOLMAN, Robert, HRONOVÁ, Stanislava. *Ekonomický slovník*. 2. aktualiz. vyd. Praha: C. H. Beck, 2003, s. 198 ISBN 80-717-9819-3.

<sup>38</sup> JIŘÍČEK, Petr, LANDOROVÁ, Anděla a LUSK, Ctibor. *Finanční trhy*. první vydání. Praha: Bankovní institut, a.s., 1997, 146 s.

<sup>39</sup> Rozdíl mezi cenou poptávky a cenou nabídky se nazývá „*spread*“, někdy také „*bid-offer spread*“.

<sup>40</sup> Troufám si tvrdit, že je tento termín již v českém právním prostředí pevně zakotven. Někdy se používá také termín SPE („*special purpose entity*“). Termín SPV se nachází například důvodové zprávě k novele ZPKT. Budeme-li chtít mermomocí najít český překlad, lze tento termín přeložit jako „osoba speciálního určení“. Tento termín například používá ČNB (viz úřední sdělení ČNB 7/2011).

<sup>41</sup> Angažovaností lze označit obecně požadavek na diverzifikaci. Více k tomuto PIHERA, Vlastimil. *Zákon o bankách: komentář*. 1. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2011, s. 499 Beckovy malé komentáře. ISBN 978-807-4003-899. „Cílem stanovení limitů pro angažovanost banky a pobočky zahraniční banky vůči jediné osobě nebo skupině osob je zajištění nezbytné diverzifikace portfolia banky a tím omezení maximální ztráty (v poměru ke kapitálu banky), kterou banka může utrpět při selhání jediného klienta nebo ekonomicky spjaté skupiny osob“.

<sup>42</sup> „Kapitálová přiměřenost je kvantitativní vymezení minimálního kapitálu banky v poměru k jejím aktivům (ale také závazkům a podrozvahovým položkám), které má za cíl omezit dopad rizik



zejména u bankovních institucí. Dále pak tvůrci trhu využívají SPV kvůli rozložení rizika a ručení a kvůli získání nejlepšího ratingu. Tedy, i kdyby jejich mateřské společnosti zasáhlo snížení ratingu, jsou tyto společnosti vzhledem k jejich oddělené kapitalizaci chráněny. Nezřídka kdy se tyto společnosti zakládají jako tzv. offshorové společnosti<sup>43</sup>, případně využívají tzv. „*Delaware Effectu*“, případně tzv. „*race to the bottom*“<sup>44</sup> fenoménu<sup>45</sup>.

V některých publikacích se uvádí, že tvůrci trhu operují pouze na tzv. OTC trzích. To ovšem již v dnešní době není pravda, existují i kombinace, kdy tvůrci trhu působí i na regulovaných trzích.<sup>46</sup>

---

z bankovních obchodů na její závazky vůči vkladatelům. Prostřednictvím ukazatelů kapitálové přiměřenosti jsou banky vlastně nuceny vytvořit si pro určité operace (poskytované úvěry, pořizované investice apod.) dostatečný „polštář“ z vlastního kapitálu a podobných položek, aby případná ztráta z těchto operací byla vykryta kapitálem banky a nepostihla tak schopnost banky dostát jejím závazkům vůči bankovním věřitelům, zejména vkladatelům.“ In BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2009, 548 s. Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-80-7400-801-6 (Váz.).

<sup>43</sup> Offshorové společnosti jsou společnosti, které mají své sídlo v tzv. offshorových oblastech, tedy v oblastech, které se česky označují jako daňové ráje. Avšak výhoda offshorových společností netkví pouze v nízkém zdanění, ale i například v nižších požadavcích na audit, případně na netransparentnost společníků takovýchto společností (tzn. že se společníci nemusejí bát známého procesu „*piercing/lifting the corporate veil*“).

<sup>44</sup> Delaware Effectu a race to the bottom jsou obdobné principy, kdy subjekty využívají nižších (zde korporátních) regulatorních požadavků oproti tomu, kdy by měli sídlo tam, kde ho „mají“ mít. Blíže viz MCCAHERY, Joseph A.; VERMEULEN, Erik P. M. Does the European Company Prevent the ‘Delaware Effect’?. *European Law Journal*. November 2005, Vol. 11, No. 6, s. 785–801. [cit. 2012-02-24] Dostupný také z WWW: <<http://www.accf.nl/uploads/Does%20the%20European%20Company%20Prevent.pdf>>.

<sup>45</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, s. 69 - 76. ISBN 80-247-0342-4.

<sup>46</sup> K tomuto srovnej např. BAKEŠ, Milan, a kol. *Finanční právo*. 6., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2012, s. 442 - 443, Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-80-7400-801-6 (Váz.): „Relativně nejmladším typem burzovních obchodů na BCPP jsou obchody s účastí tvůrců trhu (tzv. market makers). Pro tento druh burzovních obchodů byl burzou vytvořen nový obchodní systém – tzv. systém pro podporu trhu akcií a dluhopisů (známý též pod akronymem SPAD). Principem obchodů s účastí tvůrců trhu je průběžné stanovování ceny nabídky a poptávky cenného papíru vybranými členy burzy (tvůrci trhu), kteří jsou za tyto ceny povinni ve stanovených případech uzavřít obchod. V systému SPAD se obchoduje jen s cennými papíry z hlavního trhu, které byly pro tento účel vybrány burzovním výborem pro burzovní obchody. Rovněž okruh tvůrců trhu, z nichž každý působí v této funkci jen pro stanovené cenné papíry, je poměrně úzký a pro členy BCPP je ustanovení tvůrcem trhu zcela pochopitelně velmi prestižní záležitostí. Obchody s účastí tvůrců trhu jsou modifikací burzovního obchodního systému řízeného cenou (tzv. price-driven system) a jsou založeny na fluktuaci kótovaných i používaných kurzů cenných papírů v průběhu burzovního dne. Rovněž v systému SPAD je v každém jednotlivém obchodu možno obchodovat jen se standardním množstvím (loty) cenných papírů“.

Dle českého práva je tvůrce trhu definován v ZPKT, a to v § 4b odst. 4 ZPKT, ve kterém se uvádí, že tvůrcem trhu je osoba, která na finančním trhu obchoduje na vlastní účet s investičními nástroji tak, že průběžně nabízí účastníkům příslušného trhu nebo jeho části příležitost uzavřít s ní obchod týkající se investičního nástroje za jí stanovenou cenu. Dle autorů Kokeš, Smutný je ovšem tato definice nešťastná.<sup>47</sup> Tuto definici doplňuje § 2 odst. 2 písm. d) ZPKT, který stanovuje, že převodním místem je tvůrce trhu nebo jiný poskytovatel likvidity, pokud nejde o činnost na regulovaném trhu nebo v mnohostranném obchodním systému nebo pro obchodníka s cennými papíry provádějícího systematickou internalizaci (§ 17a odst. 1 ZPKT), případně zahraniční převodní místo, jehož předmět činnosti je obdobný předmětu činnosti uvedený výše. Dále ZPKT stanovuje, že k obchodování na vlastní účet s investičními nástroji se vyžaduje povolení podle tohoto zákona, je-li prováděno tvůrcem trhu. Toto povolení vydává regulátor českého finančního trhu Česká národní banka („ČNB“) dle § 4a ZPKT.

### 2.3.4 Arbitráž

Arbitráž je dalším motivem pro pořízení finančního derivátu. Z hlediska zisku má stejný účel jako spekulace, a to jeho „pouhé“ generování (na rozdíl od zajištění). Arbitráž ve finančním smyslu<sup>48</sup> je využitím výhody odlišných cen na různých trzích. Arbitražéři využívají nesrovnalostí buď na (i) místním trhu, nebo na (ii) časovém trhu.

Jednoduchý příklad pro arbitráž na místním trhu bude situace, kdy se ve městě A prodává určitý výrobek za cenu  $x$  a ve městě B za cenu  $x$  plus  $y$ . Bude-li tedy arbitrážér dovážet výrobek z města A do města B, utrží zisk  $y$  (od kterého odečte náklady,

---

<sup>47</sup> Dle autorů se „za tvůrce trhu se obecně považuje „a company, or an individual, that quotes both a buy and a sell price in a financial instrument or commodity held in inventory, hoping to make a profit on the bid-offer spread“. Radcliffe, R. C. *Investment: Concepts, Analysis, Strategy*. Addison-Wesley Educational Publishers, Inc., 1997, s. 134“, citováno dle KOKEŠ, Jiří, SMUTNÝ, Aleš. K investování finančních prostředků třetích osob do cenných papírů. *Právní rozhledy*. 14/2011.

<sup>48</sup> Arbitráž ve finančním slova smyslu nemá nic společného ani s arbitráží coby mimosoudním řízením („*Alternative Dispute Resolution*“ - ADR), ani s finančním arbitrem coby garanta rychlého, bezplatného a efektivního vyřizování sporů klientů s institucemi mimosoudní cestou dle zákona 229/2002 Sb. Arbitráž se naopak vyskytuje v terminu techniku „regulační arbitráž“, která je využíváním tzv. „*race to the bottom*“ fenoménu (viz výše) ve smyslu výběru příznivější regulace. Možné zaměňování vzniklo z překladu z angličtiny, kde se ovšem pro oba termíny používají dvě

zejména náklady na dopravu). Jelikož ve městě A bude po našem výrobku větší poptávka, jeho cena poroste a naopak ve městě B bude větší nabídka, tudíž cena bude klesat. Až bude rozdíl mezi cenami v obou městech stejný, respektive až už bude rozdíl takový, že nepokryje vedlejší náklady spojené s transportem a následným prodejem výrobku, finanční arbitrážeri s tímto typem obchodování skončí. U finančních derivátů bude princip naprosto totožný, tedy nakupování derivátů na rozdílných trzích, pouze charakter vedlejších nákladů bude mít podobu například různých poplatků za vedení či za transakce.

Pro arbitráž na časovém trhu jsou finanční deriváty jako stvořené. Je to právě situace, kdy dle složitých matematických výpočtů arbitrážeri naleznou skulinku na trhu, kdy vztah finančního derivátu a podkladového aktiva bude takový, že pokud koupí oboje, vždy na tom při následném vypořádání vydělají. Proto arbitrážeri kupují jak podkladové nástroje, tak finanční deriváty.<sup>49</sup>

Arbitrážeri v dnešní době kromě precizních matematických modelů a výpočtů k obchodování s finančními deriváty používají tzv. „*High-frequency trading*“<sup>50</sup> (často zkracováno jako HFT). Do češtiny by se tento termín dal přeložit jako vysokofrekvenční obchodování. Při tomto obchodování analyzují arbitrážeri trh pomocí algoritmů a ve velice krátkých časových úsecích využívají nesrovnalosti tím, že okamžitě mění pozice. Tito obchodníci využívají volatility trhu.<sup>51</sup>

Odborná literatura se shoduje na tom, že arbitrážeri pomáhají dotvářet trh, upozorňovat na jeho slabá místa a samozřejmě podporují likviditu. Ovšem nesmíme zapomínat na to, že arbitrážeri sledují pouze svůj vlastní zisk, tedy neinvestují v dlouhodobějším horizontu. Zejména výše zmíněný arbitrážní systém HFT (tedy svým

---

rozdílná (avšak morfologicky obdobná) slova, a to (i) „*arbitration*“ pro ADR a (ii) „*arbitrage*“ pro regulaturní arbitráž.

<sup>49</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, s. 95 ISBN 80-247-0342-4.

<sup>50</sup> Podrobněji viz GOMBER, Peter, ARNDT Björn, LUTAT Marco. *High-Frequency Trading*. [online]. 2011[cit. 2012-03-15]. Dostupné z: <http://ssrn.com/abstract=1858626>.

<sup>51</sup> BROGAARD, Jonathan. *High Frequency Trading and Volatility*. [online]. 2012[cit. 2012-03-15]. Dostupné z: <http://ssrn.com/abstract=1641387>.

způsobem arbitráž ad absurdum) v minulosti zavinil mnoho nečekaných a neplánovaných výkyvů trhu nebo přinejmenším rapidní zvýšení jejich volatility.<sup>52</sup>

### 2.3.5 Ostatní účely

Profesor Jílek jakožto další účely sjednávání derivátů označuje (i) deriváty jako formu odměny a (ii) deriváty podvodné.

Deriváty, které slouží k odměně („*remuneration derivative*“), jsou poskytovány jako tzv. firemní benefity zaměstnancům (převážně výše postaveným) a zejména členům statutárních orgánů. Tyto deriváty se odlišují od výše uvedených především tím, že jejich reálná hodnota je pro společnost nevýhodná a pro recipienta naopak výhodná. V tomto tkví prvek odměny. Odměňovací deriváty tedy nejsou sjednávány za tržních podmínek a předpokládá se u nich, že z nich recipient utrží výnos, což bude představovat jeho odměnu. Typickým příkladem takovéto odměny jsou opce na koupi akcií společnosti, v níž je recipient zaměstnan, nebo u které působí jako člen statutárního orgánu. Tento způsob odměňování je veskrze motivačním, jelikož zesiluje zájem recipienta na posílení růstu hodnoty společnosti. Proto o těchto opčních programech typicky rozhoduje valná hromada – akcionáři – kteří mají zájem na zvýšení hodnoty společnosti<sup>53</sup>. Cílem těchto derivátů je tedy odměnit i motivovat. Jako další motivační faktor v odměňování řídících osob společnosti („*executive remuneration*“) jsou odměny v podobě akcií. Uvedme si jednoduchý příklad rozdílu obou těchto forem odměňování.

V první situaci dostane osoba A 100 akcií společnosti, v níž je členem jejího statutárního orgánu a má tedy přímý vliv na cenu akcií, při spotové ceně akcie 100 Euro. Tyto akcie tedy může osoba A okamžitě prodat na spotovém trhu za 10 000 Euro. Pokud cena akcie klesne na 80 Euro, bude hodnota 8 000 Euro a obdobně pokud cena za akcii stoupne na 120 Euro, bude hodnota 12 000 Euro. Motivace osoby A je

---

<sup>52</sup> Například dle této studie tzv. „*Flash Crash*“ (česky zřejmě bleskové zhroucení, situace, kdy došlo dne 6. května 2010 k největšímu jednodennímu výkyvu a propadu v dějinách Dow Jones indexu) nezpůsobilo HFT – i když se to všeobecně předpokládá, pouze jen znásobilo následný výkyv. Více viz KIRILENKO, Andrei, KYLE Albert, SAMADI Mehrdad, TUZUN Tugkan. *The Flash Crash: The Impact of High Frequency Trading on an Electronic Market*. [online]. 2011[cit. 2012-03-15]. Dostupné z: <http://ssrn.com/abstract=1686004>.

<sup>53</sup> tzv. shareholder value.

zřejmá, čím více poroste cena akcie, tím větší bude cena akciového balíku, který dostal. Ale jelikož jej dostal, bude pro něj ziskové i to, pokud bude cena akcií a tím i hodnota společnosti klesat, což v žádném případě není zájem akcionářů.

Naopak pokud osoba A dostane opci na koupi 100 kusů akcií v budoucnu ve výši 110 Euro, bude situace rozdílná. U takovéto opce se osoba A posléze může rozhodnout, zda-li si ji pořídí, nebo ne.<sup>54</sup> Pokud bude v budoucnu cena nižší nebo stejná než 110 Euro, akcie nakoupí, pouze pokud bude věřit, že jejich cena překročí 110 Euro. Pokud bude cena vyšší než 110 Euro, na příklad 120 Euro, nakoupí je osoba A za 110 Euro, čímž vydělá na spotovém trhu okamžitě 10 Euro na akcii, tudíž 1 000 Euro při 100 akciích. Anebo si je může ponechat a věřit v jejich další růst. Základem tohoto schématu je to, že opce nemají v době udělení žádnou vnitřní hodnotu.

Jak je vidno z druhé situace, je využití derivátů daleko více motivující pro recipienty a zároveň daleko méně rizikové pro akcionáře, kteří o těchto odměnách zpravidla rozhodují.

Výše uvedené je ovšem jen světlá stránka takovéhoho užití finančních derivátů. Tu stinnou popisuje prof. Jílek s až osobním zaujetím a je z ní čitelný více než znatelný despekt. Jedná se o tzv. akciový motivační program Komerční banky, a.s. z roku 2000. Tento program byl dle prof. Jílka (a dalších) v podstatě tunelem nebo přinejmenším neetickým jednáním členů představenstva (což je milý eufemismus pro tunelování). Ačkoli v této souvislosti nikdo nebyl odsouzen (a musíme brát v úvahu presumpci nevinu), je jistým vodítkem to, že byl tento program mateřskou společností Société Générale okamžitě zrušen.<sup>55</sup>

Obdobné příklady užití motivačních programů pro management společností a užívání derivátů v nich jsou známy po celém světě. Snad nejvýznamnějším případem v této oblasti byl skandál (a následný bankrot) americké společnosti Enron. Ačkoli primárním problémem společnosti bylo falšování účetnictví, jsou zdokumentovány i podvodné machinace s deriváty (na základě falšovaných účetních zpráv), které byly

---

<sup>54</sup> Osoba A zde ovšem neplatí tzv. prémii (odměnu poskytovateli opce), viz dále.

<sup>55</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, s. 90-91 a pozn. pod čarou č. 61 ISBN 80-247-0342-4. Pro kompletnost se sluší uvést i stanovisko „druhé strany“, které lze lézt zde: [cit. 2012-04-20] <http://www.kb.cz/cs/o-bance/tiskove-centrum/tiskove->

poskytovány v rámci motivačních a odměňovacích derivátů. I v tomto případě hrály prim opce na akcie společnosti.<sup>56</sup>

Další stinnou stránkou derivátů určených k odměňování je problém tzv. „*insider tradingu*“ (o tomto bude blíže pohovořeno v samostatné kapitole dále).

Konec výše uvedeného zamyšlení nad deriváty sloužící jako forma odměny plynule navazuje na ad (ii) deriváty podvodné. Prof. Jílek dělí deriváty podvodné ještě do dvou subkategorí, a to (a) deriváty sloužící ke krácení daní a (b) deriváty sloužící k tunelování.

Ke krácení daní se finanční deriváty používají z hlediska možnosti přesouvání účetně relevantních ukazatelů (výnosy, náklady etc.) do budoucna. Zejména se v těchto případech obchází daň z příjmů. Podchytit tyto machinace je úkolem jednak legislativců, kteří musí dát regulační a výběrčí autoritě dostatek prostředků a nástrojů a jednak úkolem samotných výběrčích daní, aby byli schopni mnohdy složité derivátové operace sloužící k zastření skutečných transakcí rozklíčovat a efektivně a po právu je zdanit. Tento úkol není jednoduchý, neboť finanční instituce provádějící takovéto machinace najímají ty nejlepší experty, tedy jsou „o krok dále“ než výběrčí daní.

Ukázkou toho, jak je výše uvedený problém aktuální, je i fakt, že ve Spojených státech amerických – kolébce finančních derivátů – se zákonodárci stále snaží o efektivnější systém zdanění a zabránění daňovým únikům. Pro efektivní zdanění finančních derivátů slouží více modelů:

(i) zdanění dle předpokladu („*anticipatory taxation*“), kdy se zdaňuje očekávaný výnos,

(ii) retroaktivní zdanění („*retroactive taxation*“), kdy se zdaňuje nazpět až dle výnosu a

(iii) okamžité zdanění („*mark-to-market taxation*“).<sup>57</sup>

---

zpravy/omyly-polopravdy-a-lzi-lidovych-novin-32.shtml a které výše uvedené názory napadá a vyvrací.

<sup>56</sup> HILL, Jennifer. *Regulating Executive Remuneration: International Developments in the Post-Scandal Era*: Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 06-06. *European Company Law* [online]. 2006, č. 3, s. 64 [cit. 2012-03-21]. Dostupné z: <http://ssrn.com/abstract=887944>.

<sup>57</sup> RASKOLNIKOV, Alex. Reforming the Taxation of Derivatives-An Overview. *Revista Tributaria das Américas* [online]. 2010, s. 11 [cit. 2012-03-22]. Dostupné z: <http://ssrn.com/abstract=1596909>. Tento článek je částečně postaven na zprávě přednesené před americkou Sněmovnou reprezentantů. Dále ke zdanění finančních derivátů např. LOKKEN, Lawrence. Taxation of Credit Derivatives.

Všechny tyto metody mají své pro i proti, proto je vhodné je pro určité deriváty kombinovat. V současné době se literatura nejvíce přiklání k metodě okamžitého zdanění.

Motivem ad (b) jsou deriváty sloužící k tunelování<sup>58</sup>. K tomuto lze obecně podotknout, že se jedná o jakousi vystupňovanou formu obecně nesprávného a většinou nelegálního užití finančních derivátů, tak jak bylo uvedeno výše k tématu odměňování pomocí derivátů. Tedy úmysl je zde naprosto zřejmý – poškodit jednu stranu derivátu, na úkor které se – nelegálně – obohatí druhá strana. „Výhodou“ při takovéto formě uplácení je samotná podstata derivátu, která není pro každého na první pohled zřejmá a která závisí na vícero proměnných. Tudíž se participující na tunelujících derivátech mohou bránit nepředvídatelností a volatilitou trhu. O to je prokázání úmyslu složitější a o to jsou mezi těmito lidmi finanční deriváty oblíbenější.

## 2.4 Právní postavení finančních derivátů

V této kapitole se pokusím provést analýzu finančních derivátů z právního hlediska. Ačkoli se může zdát, že názvy subkapitol 2.4.1 a 2.4.3 jsou na první pohled stejné – je v nich zásadní rozdíl. Kapitola 2.4.1 popisuje, jakou mají finanční deriváty právní podstatu bez ohledu na to, kterým právním předpisem jsou regulovány. Kapitola 2.4.3 oproti tomu popisuje, jak na finanční deriváty nahlíží český právní řád, tedy kde je

---

*University of Florida Levin College of Law Research Paper No. 2009-39* [online]. 2009[cit. 2012-03-22]. Dostupné z: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1509681> případně velice podrobná a hojně citovaná studie z Columbia Law School ohledně tzv. „*curtailing tax plannig*“ („oklešťování plánování daní“ – dnes se používá spíše pojmu „daňová optimalizace“ – myšleno je to stejné) viz SCHIZER, David. *Sticks and Snakes: Derivatives and Curtailing Aggressive Tax Planning. Southern California Law Review* [online]. 2000[cit. 2012-03-22]. Dostupné z: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.228248>.

<sup>58</sup> Není bez zajímavosti, že termín „tunelování“ je českého původu. Dokonce má i článek anglické verzi wikipedie – což nelze považovat za vědeckou literaturu – avšak může to přispět o „dobrém“ povědomí o České republice v zahraničí. Český původ potvrzuje ovšem i hodnotná odborná ekonomická literatura HINDLS, Richard, HOLMAN, Robert, HRONOVÁ, Stanislava. *Ekonomický slovník*. 2. aktualiz. vyd. Praha: C. H. Beck, 2003, s. 428 ISBN 80-717-9819-3, ve které se uvádí: „Tunelování – původně český výraz pro zcizení majetku a zisků podniků nebo fondů osobami, které je kontrolují. Není právně upraveno, a tudíž není trestné. V ČR se takto označují zejména některé aktivity osob ve vedení bank, kampeliček (spořitelních a úvěrových družstvech), investičních a podílových fondů, investičních společností, pojišťoven i podniků.“ Zde bych si ovšem dovolil jistou poznámku k poznámce pod čarou – to že není něco upraveno v zákoně (s ohledem na rok vydání) samozřejmě ještě neznamená, že je to legální. Je-li chování v rozporu se základními principy

můžeme nalézt a jaké mají legální (a zda-li vůbec) definice. V závěru této kapitoly nastíním úpravu finančních derivátů dle německého práva.

### 2.4.1 Právní postavení finančních derivátů dle českého práva

Zamýšlíme-li se nad samotným postavením finančních derivátů dle českého práva, je třeba si uvědomit, že finanční derivát není ničím jiným než smlouvou (ekonomická literatura z mně neznámých důvodů používá hojně slova kontrakt) mezi minimálně dvěma nebo více subjekty.<sup>59</sup> Z tohoto pohledu jde o zcela soukromoprávní vztah mezi dvěma subjekty soukromého práva (i když je jedním ze subjektů stát, jedná jako právnická osoba, viz § 21 zákona č. 40/1964 Sb., občanský zákoník („OZ“)).

Vzhledem k povaze finančních derivátů jsou ovšem tyto i předmětem veřejnoprávní regulace (viz např. ZPKT<sup>60</sup>), avšak ne všechny (OTC deriváty za určitých podmínek regulovány být nemusí<sup>61</sup>). Lze tedy uzavřít s tím, že finanční deriváty jsou soukromoprávní smlouvy zpravidla s veřejnoprávním prvkem.

Jsou-li tedy smlouvami, musí být tyto smlouvy (jako smluvní typy) buď vyjmenovány ve zvláštních částech OZ nebo zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník („ObchZ“) nebo se musí jednat o tzv. inominátní smlouvu (též inominát nebo nepojmenovaná smlouva)<sup>62</sup>. Inominátní smlouvy jsou normovány v § 51 OZ nebo v § 269 odst. 2 ObchZ podle toho, zda-li jsou uzavírány v režimu občanskoprávním nebo obchodněprávním. Obecně platí, že se zde uplatní zásada privátní autonomie vůle subjektů v občanskoprávní oblasti (§ 2 odst. 3 OZ, čl. 2 odst. 3 zákona č. 2/1993 Sb., listina základních práv a svobod), jmenovitě zásada smluvní autonomie, což znamená, že je ponecháno zásadně na uvážení, rozhodnutí a sebeurčení samotných subjektů, jaký bude obsah smlouvy, jaká bude její forma a jaký typ smlouvy subjekty pro konkrétní

---

právními (zde zejména s dobrými mravy), nemůže být nikdy legální, i když na něj právní řád nemyslí.

<sup>59</sup> Srovnej KOHAJDA, Michael, STANĚK, Kamil. Právní postavení finančních a komoditních derivátů aneb Když je business rychlejší než právo. *Daně a finance: odborný časopis pro daňové právo a praxi*. Praha: Comenius Print, s. r. o., 2012, č. 4, 8 - 13. ISSN 1801-6006.

<sup>60</sup> HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vydání Praha: C. H. Beck, 2012, s. 50 - 59.

<sup>61</sup> Je ovšem třeba podotknout, že často jsou sami subjekty, které s finančními deriváty obchodují, pod veřejnoprávním dohledem (např. banky), čímž se dostávají i derivátové obchody pod jistý dozor.



případ občanskoprávního styku zvolí. Subjekty mají v první řadě možnost zvolit některý z výslovně upravených typů smluv, které mají zejména v občanském zákoníku své tradiční a klasické označení (proto se také hovoří o tzv. pojmenovaných – nominálních typech smluv). Sem patří smlouva kupní, darovací, o dílo, nájemní, příkazní, o půjčce a výpůjčce aj.

Podle § 51 OZ však subjekty ve snaze co nejdříve a co nejúplněji realizovat své rozmanité individuální potřeby, zájmy a preference mohou v rámci smluvní autonomie vůle uzavřít i smlouvy, které nejsou ani v občanském zákoníku, ani v jiném soukromoprávním předpise jinak upraveny. Avšak je třeba zdůraznit, že nepojmenovaná smlouva zůstává svou právní podstatou nepojmenovanou bez ohledu na to, jak ji označily samy smluvní strany. Jestliže však smluvní strany uzavřou smlouvu, jejíž podstatné náležitosti tvoří některý ze smluvních typů, který je již v občanském zákoníku či jiném soukromoprávním předpisu upraven, řídí se tato smlouva – i přes své označení jako nepojmenovaná – kogentními, a pokud si strany nedohodly něco jiného, i dispozitivními ustanoveními tohoto typu smlouvy upraveného v občanském zákoníku. V takovýchto případech se tedy nejedná o smlouvu nepojmenovanou.<sup>63</sup>

Ke stejnému závěru dochází odborná literatura i u inominálních smluv uzavřených v režimu obchodněprávním dle § 269 odst. 2 ObchZ: „V praxi běžně vidíme označení některých typicky uzavíraných smluv určitým názvem, často názvem převzatým z angličtiny, popřípadě jiného jazyka (leasingová smlouva, dealerská smlouva aj.). V některých případech může jít jen o jiný název pro smlouvu určitého upraveného typu, kdy označení je irelevantní, která případně obsahuje určitá doplňující ustanovení, a na tuto smlouvu bude pohlíženo jako na smlouvu upraveného typu“.<sup>64</sup> Stejný postoj k tomuto má též judikatura: „Uzavřou-li účastníci smlouvu, jejíž podstatné náležitosti lze podřadit pod některý ze smluvních typů upravených v občanském zákoníku, řídí se tato smlouva kogentními, a pokud účastníci ve smlouvě nedohodli něco jiného, i dispozitivními ustanoveními občanského zákoníku upravujícími daný typ

---

<sup>62</sup> Blíže viz HANDLAR, Jiří. Právní režim inominálního závazku v občanském a obchodním právu. *Právní rozhledy*. 2003, č. 4, s. 164.

<sup>63</sup> ŠVESTKA, Jiří, SPÁČIL, Jiří, ŠKÁROVÁ, Marta, HULMÁK, Milan a kol. *Občanský zákoník I, II: komentář*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, s. 1373 Velké komentáře. ISBN 978-807-4001-086.

smlouvy; nejde o smlouvu nepojmenovanou. (Poznámka autorů: Platí i pro obchodní smlouvy, které se však řídí ustanoveními obchodního zákoníku)<sup>65</sup>.

Jinými slovy pokud obsahuje již upravený smluvní typ kogentní pravidla a případná inominátní smlouva: (i) buď nesplňuje podmínky určitosti dle těchto kogentních ustanovení, nebo (ii) pokud by takto inominátní smlouva obcházela kogentní ustanovení, bylo by zde významné riziko: (i) buď absolutní neplatnosti z důvodů požadavku na určitost (§ 37 odst. 1 OZ), nebo (ii) absolutní neplatnosti z důvodu obcházení zákona (jednání *in fraudem legis*<sup>66</sup> dle § 39 OZ).

Vzhledem k výše uvedenému se tedy musíme zaobírat otázkou, zda-li finanční deriváty „náhodou“ neodpovídají některému z pojmenovaných smluvních typů. Pokud by neodpovídaly, nelze konstatovat jinak, než že se jedná o inominátní závazky.

Jak bude názorně ukázáno dále, mají finanční deriváty jisté znaky smlouvy kupní i smlouvy směnné. Avšak tyto podobnosti mají spíše obecné kontury, o standardní kupní smlouvě ani směnné smlouvě hovořit nelze.

Prof. Jílek konstatuje z kraje pojednání o finančních derivátech, že deriváty jsou „právně i ekonomicky součástí hazardních her („*gambling*“, „*gaming*“)<sup>67</sup>. Berme tento závěr spíše jako hypotézu a zamysleme se tedy nad právní povahou finančních derivátů a nad jejich klasifikací. Jinými slovy prof. Jílek tvrdí, že se jedná o sázku a hru<sup>68</sup>. Sázka a hra jsou jakožto pojmy obsaženy v OZ, jmenovitě v § 845 a § 846 OZ. Meritorní

---

<sup>64</sup> ŠTENGLOVÁ, Ivana, PLÍVA, Stanislav, TOMSA, Miloš a kol.: *Obchodní zákoník*. Komentář. 13. vydání. Praha : C. H. Beck, 2010, s. 918.

<sup>65</sup> Citováno tamtéž. Citace vychází z rozhodnutí Nejvyššího soudu České republiky 22 Cdo 522/2001 ze dne 04. 09. 2002.

<sup>66</sup> K obcházení zákona ve finančním právu viz KOHAJDA, Michael. Zneužití práva v aktuálním českém daňovém právu a judikatuře. In: *Boháč, Radim, et alii: Aktuální otázky financí a finančního práva z hlediska fiskální a monetární podpory hospodářského růstu v zemích střední a východní Evropy v roce 2010*. Soubor odborných statí z IX. mezinárodní vědecké konference. Praha: Nakladatelství Leges, 2010. 888 s. s. 302 - 305. K obecnému principu obcházení zákona viz například nález Ústavního soudu ČR ze dne 1. dubna 2003, sp. zn. II. ÚS 119/01, citován též in ELIÁŠ, Karel. et kol. *Občanský zákoník. Velký akademický komentář*. 1. svazek. § 1-487. Praha: Linde Praha, a.s., 2008, s. 257.

<sup>67</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, s. 17. ISBN 80-247-0342-4.

<sup>68</sup> Tento názor nicméně prof. Jílek nezastává sám, viz „CDS mi umožňuje, abych uzavřel pojistku na V8š dům, ale nikoli s Vámi, ale s někým, kdo nikterak nesouvisí s Vaším domem, takže kdyby Váš dům smetl příští hurikán, dostal bych vyplacenou pojistku já. Spekuluji na „událost“. Prostě uzavírám sázku.“ In PAVLÁT, Vladislav, KUBÍČEK, Antonín. *Regulace a dohled nad finančními trhy*. 2. vyd. Praha : Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2010, s. 129.

úprava sázky a hry je obsažena v § 845 OZ; § 846 OZ pouze stanovuje výjimku z předešlého paragrafu. § 845 OZ udává, že výhry ze sázek a her nelze soudně vymáhat; soudně vymáhat nelze ani pohledávky z půjček, poskytnutých vědomě do sázky nebo hry. Takové výhry a pohledávky nelze ani platně zajistit. Tedy můžeme konstatovat, že se tento paragraf zaobírá spíše vymahatelností her a sázek, méně již jejich samotnou podstatou. Tu řeší až (relativně bohatá) odborná literatura, která mimo jiné konstatuje, že je tato úprava značně kusá, jelikož ji představují pouhé dva paragrafy. Není ani prosta jistých výkladových problémů. Přitom význam sázky a hry z hlediska společenského je podstatně větší, než by se z této skromné úpravy mohlo zdát.<sup>69</sup>

Co tedy je hra a sázka dle výše uvedeného paragrafu OZ? Dle komentáře k OZ je: „Základním rysem hry i sázky, který určuje jejich právní režim, [...] skutečnost, že každá ze smluvních stran má v okamžiku uzavření smlouvy současně naději na výhru stejně jako na ztrátu, proto se sázka a hra řadí tradičně ke smlouvám odvázným (aleatorním)“<sup>70</sup>. Pojem aleatorní používá i cizí literatura ve spojení s finančními deriváty.<sup>71</sup>

Od hry a sázky je třeba odlišovat takzvanou koupí naděje (*emptio spei* – institut již římského práva<sup>72</sup>), která je upravena v § 595 OZ. Koupě naděje se od hry a sázky liší zejména jednostranností, kdy kupující koupí jistou věc s nadějí a vizí budoucích užitků. Pokud tyto užitky nenastanou, musí toto akceptovat. Hra a sázka je v tomto ohledu více dvoustranná, kdy výhra jednoho zpravidla znamená alespoň nějakou prohru či ztrátu druhého a naopak.

Dle dalšího úhlu pohledu je společným a určujícím znakem smluv o hře a sázce závislost vzniku závazku na existenci jakési nejisté skutečnosti, kdy nejistota spočívá v tom, že skutečnost, jejíž nastoupení může, ale nemusí být dílem náhody, buď dosud nenastala (kupříkladu výsledek losování kombinace herních čísel, výsledek sportovního utkání nebo jiné činnosti), nebo již v minulosti nastala, či existuje v současnosti, ale

---

<sup>69</sup> DVOŘÁK, Tomáš. K některým otázkám právní úpravy sázky a hry s přihlédnutím k principu dobrých mravů, *Právník*, 1/2001, s. 60.

<sup>70</sup> ŠVESTKA, Jiří, SPÁČIL, Jiří, ŠKÁROVÁ, Marta, HULMÁK, Milan a kol. *Občanský zákoník I, II: komentář*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, s. 2353, Velké komentáře. ISBN 978-807-4001-086.

<sup>71</sup> REINER, Günter. *Derivative Finanzinstrumente im Recht*. 1. Aufl. Baden-Baden: Nomos-Verl.-Ges, 2002, s. 29. ISBN 37-890-7855-7.

<sup>72</sup> BĚLOVSKÝ, Petr. Vlastnictví plodů v římském právu. *Právní rozhledy*. 8/2003, s. 396.

z hlediska účastníků smlouvy je neznámou nebo spornou – mezi účastníky není jistoty či shody v názoru na tuto skutečnost (např. obsah určitého pravidla, datum udání se historické události a podobně). Jinými slovy: „Každá ze stran má naději na výhru stejně jako na ztrátu“<sup>73</sup>.

Dále odborná literatura a teorie rozlišuje mezi hrou a sázkou. Za hru je typicky považován smluvní vztah, v němž je plnění závislé na výsledku určité aktivity, která se hraje po uzavření smlouvy dle předem dohodnutých pravidel. Teorie dále konstatuje, že u hry záleží ve větší či menší míře na dovednostech a znalostech účastníků.

Sázkou je dle odborné literatury myšlena smlouva, v níž existují protichůdná tvrzení a z které vzniká závazek jistého plnění té straně, jejíž tvrzení se ukáže nesprávným. Jádrem sázky je tedy existence dvou v zásadě protichůdných názorů či odhadů směřujících zpravidla do budoucna. I zde je výsledek částečně dílem náhody, avšak může také záviset na dovednostech či znalostech účastníků.<sup>74</sup>

Dle jiné definice je sázka: „Právní vztah vznikající na základě smlouvy o sázce. Při jednostranné sázce slibuje jedna strana druhé plnit v případě, jestliže se z protichůdných tvrzení stran ukáže, že tvrzení slibující je nepravdivé (eventuálně tvrzení druhé z nich je pravdivé). Dvoustranná sázka je smlouva, při které si obě ze stran navzájem slibují plnění pro případ, že se tvrzení některé z nich ukáže nepravdivým.“<sup>75</sup>

Společným znakem smlouvy o hře i sázce je skutečnost, že jsou zásadně úplatné. Pokud by mezi stranami nebyla sjednána úplata, nebylo by možno hovořit o výhře, která je pojmovým znakem těchto smluv.

Budeme-li tedy uvažovat o finančních derivátech jakožto o sázce a hře, je z výše uvedeného zřejmé, že je možno je subsumovat spíše pod sázku, než pod hru.

Hovoříme-li o hře a sázce, je třeba odlišit skupinu společenských vztahů, které vyčleňuje § 846 OZ, který stanovuje, že ustanovení předešlého paragrafu (§ 845 OZ) neplatí, jde-li o výherní podnik, který provozuje stát nebo který byl úředně povolen.

---

<sup>73</sup> NESNÍDAL, Jiří. Soudní nevymahatelnost výhry ze sázek a her, *Ekonom*, 1997/13, s. 63.

<sup>74</sup> KRAMÁŘ, Květoslav, HUŠÁK, Aleš. *Herní právo*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2006, s. 22 – 24, ISBN 80-868-9880-6.

<sup>75</sup> FIALA, Josef in HENDRYCH, Dušan. *Právní slovník*. 3., podstatně rozš. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2009, s. 971, Beckovy odborné slovníky. ISBN 978-80-7400-059-1 (Váz.).

Chtělo by se dodat ... úředně povolen „dle zvláštního zákona“, což ovšem norma postrádá, avšak zvědavý jurista lehce domyslí. Jedná se o zákon č. 202/1990 Sb., o loteriích a jiných podobných hrách („**Zákon o loteriích**“). Zákon o loteriích reglementuje sázku a hru se státní ingerencí, o které se někdy hovoří jako o státem uznaném hazardu či státem povoleném provozování výherního podniku. V § 1 Zákona o loteriích se dozvídáme o provozování loterií a jiných podobných her, které jsou dále v obecné rovině zakázány, pokud Zákon o loteriích nestanoví jinak. Na rozdíl od OZ nabízí Zákon o loteriích definici loterie a podobné hry, které dle něj jsou hry, jichž se účastní dobrovolně každá fyzická osoba, která zaplatí vklad (sázku), jehož návratnost se účastníkovi nezaručuje. O výhře nebo prohře rozhoduje náhoda, nebo předem neznámá okolnost, nebo událost uvedená provozovatelem v předem stanovených herních podmínkách (herní plán). Nezáleží přitom na tom, provádí-li se hra pomocí mechanických, elektronickomechanických, elektronických nebo obdobných zařízení (§ 1 odst. 2 Zákon o loteriích). Zákon o loteriích dále mimo jiné určuje pravděpodobnost výhry a jiné restriktce (např. věk sázejících). V § 2 Zákona o loteriích lze nalézt demonstrativní výčet loterií a podobných her (jedná se zejména o tomboly, číselné loterie, hrací automaty, za určitých podmínek i karetní hry či sázky na sportovní utkání či jiné závody a soutěže).

Z výše uvedeného je zřejmé, že finanční deriváty nelze subsumovat pod hry upravené zákonem č. 202/1990 Sb. Diversifikace mezi hrami dle OZ a hrami dle Zákona o loteriích není samoúčelná. Oba tyto zákony se zásadně liší v právních následcích her a sázek.

Zatímco obligace vzniklá na základě skutečností uvedených v Zákoně o loteriích je standardním závazkem, který lze uplatňovat naprosto standardním postupem (tedy i soudně postupem dle zákona č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád), jedná-li se o práva a nároky vzniklé ze hry a sázky dle OZ, jde o tzv. „naturální obligace“<sup>76</sup>. Komentář k naturální obligaci dále udává: „Závazkové vztahy ze hry a sázky mají stejný zákonný režim. Smlouva o hře či sázce zakládá pouze tzv. naturální práva, tedy práva, která

---

<sup>76</sup> „Obecně se jedná o závazek, kterému chybí vynutitelnost cestou státního donucení. Právu v takovém závazku chybí nárok“, viz HURDÍK, Jan in HENDRYCH, Dušan. *Právníký slovník*. 3., podstatně

nedisponují nárokem, a jsou proto nevymahatelná (nelze je uplatnit v soudním či jiném procesním řízení), pohledávky ze hry či sázky (výhry) tedy nelze vymáhat. Zákaz vymáhání výher je důsledkem riskantní povahy her a sázek. Zákon touto úpravou chrání subjekty před neuváženě nehospodárným či spekulativním jednáním s vlastním majetkem, čímž současně poskytuje ochranu i dalším společenským vztahům a hodnotám (vznik „hráčské závislosti“, dopady neuváženého nakládání s vlastním majetkem na třetí osoby, zejména rodinné příslušníky apod.). Zákaz vymáhání výher také nepochybně limituje rozvoj tohoto druhu smluvních vztahů a brání jejich rozšíření<sup>77</sup>. Dále tento komentář rozvádí výše zmíněnou restrikcí na půjčky, které byly pro hry a sázky vědomě provedeny, mimo to pak tyto pohledávky nelze ani zajistit, ani započíst, ani uznat, ani postoupit. Výše uvedené ovšem nic nemění na tom, že jde o existující subjektivní práva, která mohou být platně plněna i splněna. Pokud se tak stane a ten, kdo sázku či hru prohraje, poskytne výherci sjednané plnění (výhru), nedochází tím k bezdůvodnému obohacení výherce, neboť plnění nebylo poskytnuto bez právního důvodu, což je stanoveno ex lege v § 455 odst. 2 OZ, který určuje, že se za bezdůvodné obohacení nepovažuje přijetí plnění za hry nebo sázky uzavřené mezi fyzickými osobami a vrácení peněz do hry nebo sázky půjčených.

#### **2.4.1.1 Stav po rekodifikaci občanského práva**

Jelikož od 1. ledna 2014 (zřejmě) proběhne komplexní rekodifikace soukromého práva provedená zejména zákonem č. 89/ 2012 Sb., občanský zákoník („NOZ“), je třeba se podívat do budoucna na předpokládanou úpravu závazků vzniklých ze sázky a hry.

Není zřejmě překvapením, že NOZ regulaci sázky a hry obsahuje. Tato byla totiž obsažena v upravené podobě již ve středověkých kodexech Majestas Karolina (1355), v patentech císařů Leopolda I. (1715) a Josefa II (1784), dále pak v ABGB

---

rozš. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2009, s. 487, Beckovy odborné slovníky. ISBN 978-80-7400-059-1 (Váz.).

<sup>77</sup> ŠVESTKA, Jiří, SPÁČIL, Jiří, ŠKÁROVÁ, Marta, HULMÁK, Milan a kol. *Občanský zákoník I, II: komentář*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, s. 2353 - 2354 Velké komentáře. ISBN 978-807-4001-086.

(Všeobecný zákoník občanský<sup>78</sup>) a v modifikované podobě i v tzv. „středním“ občanském zákoníku z roku 1950.<sup>79</sup> Proto lze u tohoto institutu směle hovořit o právní kontinuitě.

Samotná hra a sázka dostaly v NOZ obširnější úpravy než v současném OZ. Již vlastní systematika řazení tohoto institutu je velice zajímavá. Díl 15 (§ 2756 až 2883 NOZ) obsahuje závazky z odvážných smluv. Tudiž se nám od účinnosti NOZ dostává pojem „odvážná smlouva“ mezi zákonem užívané pojmy. § 2756 NOZ totiž proklamuje, že pokud závisí podle ujednání stran prospěch, anebo nepospěch alespoň jedné ze smluvních stran na nejisté události, jedná se o smlouvu odvážnou. Výše zmíněný díl 15 je rozdělen do tří oddílů, přičemž první oddíl obsahuje kromě výše zmíněné definice odvážné smlouvy ještě ustanovení o neaplikování ustanovení (i) o změně okolností (§ 1764 až 1766 NOZ) a (ii) neúměrném zkrácení (§ 1793 až 1795 NOZ). Fakticky tudíž obsahuje tento díl oddíl o (i) pojištění a (ii) sázce, hře a losu.

Není náhodou, že se ustanovení o pojištění a sázce, hře a losu, dostala do jednoho dílu. Tuto systematiku nelze než kvitovat s povděkem, jelikož ukazuje na skutečné přemýšlení a pochopení základních principů a zákonitostí u těchto dvou subkategorií.<sup>80</sup> Oproti stávajícímu OZ můžeme tudíž již pouze v systematickém zařazení vidět signifikantní krok kupředu. A zaobíráme-li se úpravou sázky, hry a losu *in concreto*, nalezneme další velice sofistikovaná ustanovení ve vztahu k finančním derivátům.

Komplexněji je upravena v NOZ sázka, na los a hru se tyto ustanovení použijí obdobně. Základní rysy stávající úpravy, tak jak byly popsány výše, zůstávají beze změny – jak praví důvodová zpráva: „Základní schéma osnova navrhuje zachovat, avšak přece jen se zároveň navrhuje je po vzoru některých novějších kodexů (italského,

---

<sup>78</sup> Německy Allgemeines bürgerliches Gesetzbuch für die gesamten Deutschen Erbländer der Österreichischen Monarchie, proto zkratka ABGB.

<sup>79</sup> KRAMÁŘ, Kvetoslav, HUŠÁK Aleš. *Herní právo*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, s. 15 - 20, ISBN 80-868-9880-6.

<sup>80</sup> Finanční deriváty mají velice blízko pojištění, jsou-li využívány pro tzv. hedging (snížení rizika) a ne pro spekulaci. Jedním ze základních rozdílů je fakt, že se riziko při hedgingu nerozkládá (tak jak je tomu u pojištění), ale přenáší. Jsou zde i další rozdíly: (i) obchodování s finančními deriváty nepodléhá regulaci pojišťovnictví nebo (ii) u pojištění se lze pojistit pouze proti rizikům, kterým je subjekt vystaven, nelze se pojistit proti škodné události třetí osoby, což u některých finančních derivátů lze. O dalších rozdílech bude komplexněji pojednáno dále.

nizozemského, québeckého aj.) poněkud zjemnit.“<sup>81</sup> Proto se nemění její povaha ohledně vymahatelnosti případného nároku (naturální obligace), viz § 2874 NOZ. Obdobně je tomu u nemožnosti sjednání účinného zajištění (§ 2878 NOZ) a k nemožnosti vymáhat pohledávku ze zápůjčky nebo úvěru poskytnutých vědomě k sázce (§ 2877 NOZ). Pro finanční deriváty jsou přelomové dvě ustanovení - § 2879 NOZ a § 2880 NOZ, která stanovují, kdy se ustanovení o hře a sázce nepoužijí, a to tak, že ustanovení o sázce se nepoužijí: (i) byla-li v souvislosti s podnikáním stran ujednána smlouva o dodávce movité věci tak, že věc nemá být dodána, ale má být zaplacen jen rozdíl mezi smluvenou cenou a tržní cenou v době dodání. To platí i tehdy, nebylo-li dodání věci smlouvou přímo vyloučeno, ale z poměrů, které musí být stranám známy, je zřejmé, že se stranám jedná jen o získání takového rozdílu (§ 2879 NOZ); a/nebo (ii) byla-li smlouva uzavřena na komoditní burze, na regulovaném trhu, v mnohostranném obchodním systému anebo jedná-li se o smlouvu mezi podnikateli a jejím předmětem je investiční nástroj podle zákona upravujícího podnikání na kapitálovém trhu (§ 2880 NOZ).

Ustanovení § 2879 NOZ jednoznačně cílí na diferenční obchody, tedy na samotnou podstatu finančních derivátů, a to že se movitá věc (tedy podkladové aktivum<sup>82</sup>) ve výsledku nedodá, pouze se vyrovná rozdíl mezi smluvenou a spotovou (též promptní, aktuální) cenou. Limitující pro použití na finanční deriváty by mohlo být aplikování tohoto ustanovení pouze na movité věci, přičemž deriváty mohou mít jakožto podkladové aktivum i jiné hodnoty.

Na předešlé ustanovení ovšem navazuje § 2880 NOZ, který vylučuje aplikaci ustanovení o sázce na smlouvy dle místa jejich obchodování (burza, regulovaný trh etc.), případně dle předmětu smlouvy (investiční nástroj). Toto ustanovení velice umně odkazuje na definici investičního nástroje dle ZPKT, kde jsou v § 3 odst. 1 písm. d) až k) ZPKT uvedeny finanční deriváty. ZPKT definuje v tomto ohledu finanční deriváty dostatečně široce, dokonce i *pro futuro*, když v § 3 odst. 1 písm. k) ZPKT podchycuje i

---

<sup>81</sup> Důvodová zpráva k novému občanskému zákoníku, 2011, komentář k § 2843 až 2853. Pozn. čísla paragrafů v důvodové zprávě a čísla paragrafů v konečné podobě platného zákona se liší, jelikož důvodová zpráva vznikala dříve, předtím, než docházelo k legislativním změnám na půdě Poslanecké sněmovny.



tzv. inovativní či exotické finanční deriváty<sup>83</sup>, tedy finanční deriváty, které dosud nejsou známé, avšak budou zcela jistě naplňovat kritéria tam uvedená (tzn. nástroje, jejichž hodnota se vztahuje k majetkovým hodnotám, právům, závazkům, indexům nebo kvantitativně vyjádřeným ukazatelům, které nejsou uvedené nikde v ZPKT a které mají znaky jiných derivátových investičních nástrojů).

V obdobném duchu (avšak lakoničtěji) se k výše uvedenému staví i důvodová zpráva k NOZ, kde je uvedeno, že „se rovněž navrhuje vyloučit aplikaci ustanovení o sázkách pro diferenční a burzovní obchody“<sup>84</sup>.

Z výše uvedeného vyplývá, že po rekonstrukci soukromého práva již nebude o právním postavení finančních derivátů pochyb. Bude se jednat o inominátní smlouvy, které budou upraveny v § 1746 odst. 2 NOZ, ke kterému důvodová zpráva uvádí, že stranám nelze bránit v úpravě vzájemných práv a povinností tak, jak jim to vyhovuje individuálně. Proto se smluvním stranám nebrání uzavřít i smlouvu zákonem výslovně neupravenou (nepojmenovanou), ani smísit různé smluvní typy<sup>85</sup> (v zásadě se tak přejímá stávající § 51 OZ a § 269 odst. 2 ObchZ). Tudíž z hlediska nové kodifikace je možné nahlížet na finanční deriváty jakožto na inominátní smlouvy dle § 1746 odst. 2 NOZ, jejichž vynutitelnost cestou státního donucení nemůže být rozporována, jelikož nejsou naturální obligací (nejsou oslabeny o nárok).

#### 2.4.1.2 Shrnutí

Shrňme-li výše uvedené, je třeba prvně zvážit, zda-li dle stávající úpravy jsou finanční deriváty z pohledu soukromého práva inominátními smlouvami dle § 51 OZ či § 269 odst. 2 ObchZ. Dle právní teorie, jak je uvedeno výše, však nelze zneužít tohoto institutu k obcházení jinak kogentních ustanovení pojmenovaných smluv, jelikož by to vedlo k jednání *in fraudem legis*. Proto je vždy předtím, než lze prohlásit smlouvu za inominát, třeba důsledně zvážit, zda-li nelze aplikovat jiný standardizovaný smluvní typ, který v sobě obsahuje kogentní pravidla chování.

---

<sup>82</sup> Neboli bazický případně podkladový instrument; anglicky též „*underlying asset*“, v případě, že je podkladovým aktivem cenný papír používá anglická terminologie spojení „*underlying security*“.

<sup>83</sup> HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vydání Praha : C. H. Beck, 2012, s. 57.

<sup>84</sup> Důvodová zpráva k novému občanskému zákoníku, 2011, komentář k § 2873 až 2883.

Jedním z těchto typů je v hlavě osmnáct občanským zákoníkem upravená sázka a hra. Při zkoumání pojmových znaků sázky a hry docházím (stejně jako ostatní - viz výše) k závěru, že se shodují s pojmovými znaky finančních derivátů, a to zejména z důvodu, že každá ze smluvních stran má v okamžiku uzavření smlouvy současně naději na výhru stejně jako na ztrátu, čímž se sázka a hra řadí ke smlouvám odvážným (aleatorním). Dalším znakem je v zásadě nahodilost, náhodnost (stochastika) výsledku<sup>85</sup>.

Z výše uvedeného lze tedy usuzovat, že finanční deriváty z pohledu stávajícího soukromého práva nejsou inomináty, jak by se mohlo na první pohled zdát, ale hrou a sázkou dle OZ. Hra a sázka mají (z důvodu ochrany společnosti a koncentrace gamblingu a loterií pod státní dozor dle Zákona o loteriích) speciální postavení z hlediska vymáhání nároků z nich vzniklých, jelikož zakládají vznik tzv. naturální obligace. Sázka a hra tudíž zakládá pouze tzv. naturální práva, tedy práva, která nedisponují nárokem, a jsou proto nevymahatelná.

Předpokládaný stav po rekonstrukci je ovšem diametrálně odlišný. Úprava NOZ jednoznačně vyjímá finanční deriváty z ustanovení regulujících sázku a hru. Tudíž práva z nich vzniklá se neoslabují o nárok a jsou ponechána standardně vymahatelnými. Dle NOZ jsou tedy finanční deriváty z pohledu soukromého práva jednoznačně inominátními smlouvami.

Co tedy mimo jiné znamená nová úprava sázky a hry v NOZ pro stávající (stále účinnou) úpravu? Porovnáme-li institut sázky a hry v OZ a v NOZ, zjistíme, že jsou v zásadě totožné. Obsahuje-li jeden jistou úpravu (vynětí z působnosti), musí druhý, pakliže tuto úpravu neobsahuje - *a contrario* - stanovovat opak. Jinými slovy, je-li v NOZ stanoveno, že se ustanovení o sázce a hře neuplatní na finanční deriváty, tak pokud takovéto ustanovení není ve stávajícím OZ, neznamená to nic jiného, než že se na ustanovení o sázce a hře na finanční deriváty uplatní.

---

<sup>85</sup> Důvodová zpráva k novému občanskému zákoníku, 2011, komentář k § 1746.

<sup>86</sup> Zde by šlo oponovat, že podkladové aktivum se nemusí chovat nahodile, ovšem je-li komplexní systém závislý na velkém množství proměnných, stávají se klasické metody a postupy neefektivními a nastupuje náhodnost, blíže viz REINER, Günter. *Derivative Finanzinstrumente im Recht*. 1. Aufl. Baden-Baden: Nomos-Verl.-Ges, 2002, s. 29. ISBN 37-890-7855-7.

S ohledem na výše uvedené se domnívám, že finanční deriváty dle stávající úpravy soukromého práva zakládají naturální obligaci a jsou tudíž nevynutitelné.

Závěrem je třeba připojit poznámku z praxe. Výše uvedený závěr naráží na novodobý problém práva, a to na rozdílnou dynamiku vývoje ekonomické reality a právní regulace, kdy ekonomická realita utíká právu každou minutou. A jelikož za ekonomickou realitou stojí schopné mozky, je zde vždy vícero možností, jak ladně subsumovat ekonomické inovace pod starý plášť práva. Základním nástrojem je zejména teleologický výklad příslušných norem, dále pak princip „není soudce bez žalobce“ („*nemo iudex sine autore*“), který se často aplikuje s ohledem na to, že s finančními deriváty zacházejí zpravidla profesionálové, kteří si jsou vědomi případných nákladů na soudní spory. V tomto konkrétním případě finančních derivátů si dovedu představit následující postupy k vyloučení pochybností a zajištění nároků z finančních derivátů: (i) volbu cizího pro finanční deriváty jednoznačnějšího práva (pokud by byl dán zahraniční prvek), (ii) sofistikovaně formulovanou smlouvu, která by pro různé případy předvíдалa sliby odškodnění (anglicky „*indemnification*“ ) jakožto samostatný závazek<sup>87</sup> nebo případně (iii) volbu arbitráže, která by aplikovala alternativní postupy (např. rozhodování podle zásad spravedlnosti - *ars aequi et boni*<sup>88</sup>, případně rozhodování jako „*amiable compositeur*“<sup>89</sup>).

#### 2.4.2 Finanční deriváty a pojištění

Jak již bylo vícekrát v této práci zmíněno, je třeba diferencovat mezi finančními deriváty a pojištěním.<sup>90</sup> Zejména některé zajišťovací deriváty (jak bude ukázáno dále)

---

<sup>87</sup> Například dle § 725 ObchZ, blíže k tomuto ŠTENGLOVÁ, Ivana., PLÍVA, Stanislav, TOMSA, Miloš a kol.: *Obchodní zákoník*. Komentář. 13. vydání. Praha : C. H. Beck, 2010, s. 1333 a násl. nebo GRULICH, Tomáš. Slib odškodnění, *iPrávník*. [online]. 30.08.2006 [cit. 2012-11-03] dostupné na [http://www.ipravnik.cz/cz/clanky/civilni-proces/art\\_4977/slib-odskodneni.aspx](http://www.ipravnik.cz/cz/clanky/civilni-proces/art_4977/slib-odskodneni.aspx) nebo ELIÁŠ, Karel. Slib odškodnění, *Právní rozhledy*. 2/1995, s. 52.

<sup>88</sup> Právo je uměním dobrého a spravedlivého. Připisováno je právníku z počátku 3. století n. l. Domitiu Ulpianovi a ne náhodou bylo zařazeno na samotný počátek Digest (1, 1, 1 pr.), viz ŠKŘEJPEK, Michal. Pravidla, rčení, zásady a definice římského práva. *Právní rozhledy*. 7/1999, s. 363.

<sup>89</sup> LISSE, Luděk. Rozhodování rozhodce (nejen) podle zásad spravedlnosti. *Obchodněprávní revue*. 7/2011, s. 218.

<sup>90</sup> Dodejme, že někteří autoři zásadní rozdíl mezi pojištěním a některými finančními deriváty neshledávají, viz PIHERA, Vlastimil. Pojistné smlouvy a CDS: otázka s třaskavým potenciálem. *Patria Online* [online]. [cit. 2013-02-03]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/pravo/1980108/pojistne-smlouvy-a-cds-otazka-s-traskavym-potencialem.html>.

mají velice blízko pojištění, chtělo by se dodat, že tak blízko, až tato blízkost může poukazovat na jisté obcházení zákona.

Zásadními rozdíly mezi finančními deriváty a pojištěním jsou následující:

- (i) regulatorní rámec;
- (ii) pojistný zájem; a
- (iii) vznik regresní pohledávky.

Ad (i): jak je všeobecně známo, je pojišťovnictví v moderních právních systémech regulovaným odvětvím finančního podnikání. Z hlediska pojmového lze pojišťovnictví vymezit jako „specifické odvětví ekonomiky, které zabezpečuje finanční eliminaci rizik ovlivňujících činnosti lidí“<sup>91</sup>. V České republice je pojišťovnictví upraveno zejména zákonem č. 277/2009 Sb., o pojišťovnictví. Tento zákon mimo jiné vymezuje, kdo a za jakých podmínek může v České republice<sup>92</sup> vykonávat služby v pojišťovnictví. Je zřejmé, že regulatorní rámec v pojišťovnictví je vskutku komplexní, mimoto je zde také veřejnoprávní dohled České národní banky. Regulace pojišťovnictví je také otázkou svébytného vývoje s mnohaletou tradicí<sup>93</sup> (v literatuře se například uvádí, že první pojistné smlouvy vznikaly již za starého Egypta. O prvním pojišťovnictví tak, jak jej známe teď, však můžeme hovořit až od rozpadu námořní dopravy okolo 14. století<sup>94</sup>). Pokud bychom prostudovali všechny zásadní předpisy týkající se pojišťovnictví, zjistili bychom, že pojišťovnictví je odvětvím až přeregulovaným. Jinými slovy je téměř nemožné nabízet pojišťovací služby bez patřičného zázemí (zejména bez elementární kredibility dané například kapitálovou přiměřeností). Oproti tomu finanční deriváty – zejména OTC deriváty – lze nabízet takřka bez jakéhokoli dohledu. Lze namítat, že pakliže se bude dotýkat obchodování s finančními deriváty pouze soukromých entit vstupujících do soukromoprávních vztahů, není zde žádná regulace nutná. Tomuto argumentu jistě nelze nic vytknout, ovšem v případě, že tyto soukromé entity jsou například SPV bank či penzijních fondů, na nichž má stát jistý veřejný zájem a u nichž stát provádí dohled, je na pováženou, zda-

---

<sup>91</sup> KARFÍKOVÁ, Marie, PŘIKRYL, Vladimír a kol. *Pojišťovací právo*. Praha: Leges, 2010, s. 11.

<sup>92</sup> S evropským rozměrem, viz tzv. „*single passport principle*“ (jednotný evropský pas).

<sup>93</sup> BAKEŠ, Milan, a kol. *Finanční právo*. 6., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2012, s. 67 a násl., Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-80-7400-801-6 (Váz.).

<sup>94</sup> KARFÍKOVÁ, Marie, PŘIKRYL, Vladimír a kol. *Pojišťovací právo*. Praha: Leges, 2010, s. 18.

li i tyto finanční deriváty podobné pojištění nějak neregulovat. Lze tedy shrnout s tím, že ačkoli mohou být některé finanční deriváty podobné pojištění, nepodléhají ovšem obdobné regulaci.

Ad (ii): u pojištění se lze pojistit pouze proti rizikům, kterým je subjekt vystaven, nelze se pojistit proti škodné události třetí osoby, což u některých finančních derivátů lze. Odborná literatura toto označuje jako tzv. „pojistný zájem“, který bývá označován jako „oprávněná potřeba ochrany před následky nahodilé skutečnosti vyvolané pojistným nebezpečím“<sup>95</sup>. Ten, kdo si pojištění „kupuje“ a je majitelem pojištěného aktiva (pojistník, posléze pojištěný), musí prokázat pojistný zájem na ochraně před svou ekonomickou újmou. Vznikne-li mu ekonomická újma, proti které se pojistil, vznikne mu patřičná pohledávka za poskytovatelem („prodávajícím“) pojištění – za pojišťovnou. U specifických typů finančních derivátů se strana derivátového obchodu může „pojistit“ jak proti své ekonomické újmě, tak i proti újmě třetího subjektu. Za tímto třetím subjektem tedy strana derivátového kontraktu nemá pojistný zájem, což by u klasického pojištění nebylo možné.

Ad (iii): v klasickém pojišťovacím schématu vzniká po uhrazení pohledávky pojistitelem (pojišťovnou) pojištěnému regresní pohledávka za osobou, která škodu způsobila (za škůdcem). Toto lze demonstrovat na jednoduchém příkladu: pojištěný je pojištěn proti loupeži. Pakliže nastane příslušná pojistná událost a pojištěný obdrží pojistku, může pojišťovna vymáhat regresní pohledávku za lupičem.

Samozřejmě je mnoho případů (např. živelná pojištění), kdy pojišťovny regres vymáhat nemohou, jelikož škoda vznikl vis major. Toto je ovšem řádně matematicky prokalkulované riziko v oboru pojišťovnictví.

Situace u finančních derivátů podobných pojištění je ovšem taková, že subjekt prodávající „pojištění“ nikdy nemá regresní pohledávku za tím, kdo pojistnou událost způsobil – nota bene když se tento „škůdce“ ani nemusel chovat protiprávně, ba ani

---

<sup>95</sup> MAJTÁNOVÁ, Anna, DAŇHEL, Jaroslav, DUCHÁČKOVÁ, Eva a kol. *POJIŠŤOVNICTVÍ - Teorie a praxe*, 1. vyd. Praha: EKOPRESS, 2006, s. 74.

nemusel vědět, že je na „jeho“ pojistnou událost vydán finanční derivát podobný pojištění.<sup>96</sup>

Nová rekonstrukce soukromého práva nabízí zajímavé systematické zařazení mezi závazky z odvážných (aleatorních) smluv (díl 15 NOZ), čímž je poukazováno na jistou podobnost pojištění a her a sázek (i.e. dle výše uvedeného i finančních derivátů). § 2761 NOZ definuje pojistný zájem, chybí-li tento (§ 2764 NOZ), je pojistná smlouva neplatná. NOZ pokrývá i pojištění cizího pojistného nebezpečí – tedy situace obdobná bodu (iii) výše – avšak jako podmínka je prokázání, že pojistník třetí osobu s obsahem smlouvy seznámil a že ta, vědoma si, že právo na pojistné plnění nenabude, souhlasí, aby pojistník pojistné plnění přijal (§ 2767 NOZ). Z tohoto vyplývá, že ani po rekonstrukci soukromého práva nebude možné dosáhnout toho, čeho lze dosáhnout pomocí některých „pojišťovacích“ finančních derivátů.

### **2.4.3 Právní postavení finančních derivátů v právním řádu České republiky**

Předně je třeba říci, že pokud bychom hledali legální definici finančních derivátů, hledali bychom marně (i když vlivem komunitárního práva jistý pokrok zaznamenat můžeme). Potvrzuje to i nově vydaný komentář k ZPKT, který uvádí, že „v minulosti byla snaha zakotvit v českém právu legální definice derivátu v CenP (pozn. zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech), ale ZPKT tento přístup nepřejal. V současnosti lze za určité normativní vymezení termínu derivát v českém právu považovat vymezení obsažené v účetních předpisech, které vychází z mezinárodních účetních standardů“.<sup>97</sup> Tento poznatek bude v následujících kapitolách detailněji analyzován.

#### **2.4.3.1 Zákon o podnikání na kapitálovém trhu**

Zřejmě nejrozsáhlejší zmínku o finančních derivátech nalezneme v ZPKT, kde jsou ovšem popsány velice zmatečně. V § 3 odst. 1 definuje ZPKT investiční nástroje, ve kterých jsou v písm. d) až k) umíněny také finanční deriváty.

---

<sup>96</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, s. 65-66. ISBN 80-247-0342-4.

<sup>97</sup> HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vydání Praha : C. H. Beck, 2012, s. 55 - 56.

Asi nejobecněji vyznívá písm. d), které stanoví, že „investičními nástroji jsou opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke kurzu nebo hodnotě cenných papírů, měnovým kurzům, úrokové míře nebo úrokovému výnosu, jakož i jiným derivátům, finančním indexům či finančním kvantitativně vyjádřeným ukazatelům, a ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích nebo právo na dodání majetkové hodnoty, k níž se jejich hodnota vztahuje“. Zde se tedy zákonodárce snažil podchytit ty situace, kdy by tzv. „*underlying asset*“ byly:

- (i) cenné papíry,
- (ii) měnový kurz,
- (iii) úrok,
- (iv) jiný derivát – tzv. derivát derivátu a
- (v) index – jakýkoli kvantitativní ukazatel.

Jako podmínku k těmto *underlying asset* stanovil zákonodárce buď právo na vypořádání v penězích (tudíž žádné dodání podkladového aktiva) nebo právo na dodání podkladového aktiva, od kterého je finanční derivát odvozen.

Písm. e) měl zákonodárce na mysli nepochybně tzv. „**CDS**“ (podrobněji viz dále), které umožňují přenášet úvěrové riziko. Pod písm. f) lze subsumovat tzv. CfD (podrobněji viz dále), které ovšem pouze některá literatura považuje za finanční deriváty.

Písm. g), h), i) se všechny shodně týkají situací, kdy je *underlying asset* komodita. Z hlediska legislativně-technického šlo dozajista tyto tři písmena spojit v jedno a celý text zobecnit. Písm. g) se vztahuje na ty případy, kdy z těchto derivátů vyplývá právo na vypořádání v penězích (případně právo alespoň jedné strany zvolit, zda si přeje vypořádání v penězích). V kontextu s dalšími dvěma písmeny není zřejmé, zda-li tímto písmenem zákonodárce myslel pouze OTC deriváty nebo i deriváty obchodované na burze. Osobně se přikláním k druhé variantě. Písm. h) se oproti tomu vztahuje pouze na finanční deriváty obchodované na burze (proto v úvodním výčtu chybí forwardy – pokud jsou forwardy obchodovány na burze, jedná se o futures, viz dále). Písm. h) se dále vztahuje oproti písm. g) na případy, kdy z finančních derivátů vyplývá pouze právo na dodání. Dikce písm. i) naznačuje, že se jedná o jakési

doplňující ustanovení k písm. h) (viz „které nejsou uvedené v písmenu h)“). V další části tohoto písmene se uvádí, že se jedná o takové deriváty, které „nejsou určené pro obchodní účely a mají znaky jiných derivátových investičních nástrojů; zejména jde o ty, které jsou zúčtovány a vypořádány prostřednictvím vypořádacího systému nebo je jejich součástí dohoda o výzvě k doplnění zajištění“. Těmto podmínkám, na které se bude písm. i) aplikovat, lze porozumět jen opravdu stěží – deriváty, které nejsou pro obchodní účely – tímto je myšleno deriváty sloužící k zajištění, které procházejí vypořádacím systémem (což jsou skoro všechny, viz dále) a je jejich součástí výzva k doplnění zajištění (tzv. „margin call“) a jsou součástí zajištění (kolaterálu – viz výše).

Ačkoli je úprava komoditních derivátů na první pohled velice rozsáhlá, není ani v nejmenším komplexní – například v písm. h), tedy v derivátech burzovních, chybí možnost práva na vypořádání. To se zjevně skrývá pod písm. g), avšak zde je třeba jej dovozovat výkladem, což ukazuje na vnitřní nelogičnost a rozpornost těchto tří písmen týkajících se komoditních derivátů.

Písm. j) a k) se vztahují na nejnovější typy finančních derivátů, kde jsou podkladovými aktivy rozmanité veličiny (např. klimatické ukazatele, přepravní tarify, emisním povolenky, míra inflace etc.). Výčet v písm. j) je demonstrativní a pro případ, že by investiční nástroj měl znak finančního derivátu, avšak nebylo by možné ho subsumovat pod písm. j), nastupuje písm. k), které se snaží obsáhnout i takové deriváty, které nejsou výše uvedené (případně, které při vzniku litery zákona nebyly vůbec vynalezeny, ale hned po jejich vynalezení budou regulovány).

Odst. 2 dále stanovuje, že opce (písm. d)) a ostatní deriváty (písm. e)) jsou investičními cennými papíry, pokud jsou obchodovatelné na kapitálovém trhu<sup>98</sup>. § 3 ZPKT obsahuje ještě velice neurčitý odst. 7 pro případy zajišťovacích derivátů, který odkazuje na Čl. 38 a 39 nařízení Komise (ES) č. 1287/2006. Takový derivát

---

<sup>98</sup> |Zde je trochu paradoxní, že ZPKT nedefinuje „kapitálový trh“. Je nutno si tudíž pomoci teorií, která udává, že „Kapitálový trh je vedle peněžního trhu částí finančního trhu. (...)kapitálový trh je naopak určen pro financování dlouhodobých investic ze strany podniků, vlád i domácností. Finanční nástroje na kapitálový trh mají dobu splatnosti delší než jeden rok nebo případně nemají stanovenou splatnost vůbec. Specifickými instrumenty kapitálového trhu jsou střednědobé a dlouhodobé bankovní úvěry, zejména hypoteční úvěry, státní, komunální, bankovní i podnikové dluhopisy, akcie a podílové listy atd.“ viz KARFÍKOVÁ, Marie in HENDRYCH, Dušan. *Právní slovník*. 3., podstatně rozš. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2009, s. 322 – 323, Beckovy odborné slovníky. ISBN 978-80-7400-059-1 (VáZ.).



(ovšem zcela nelogicky pouze ten uvedený v odst. 7) musí splnit tyto podmínky<sup>99</sup> – viz poznámka pod čarou. Smysl tohoto ustanovení mi zůstává utajen – jednak se jedná o nařízení, tedy přímo aplikovatelný právní předpis, ale zejména z hlediska logiky výše uvedených písmen paragrafu 3 je nestandardně formulován.

Shrme-li úpravu v ZPKT, můžeme konstatovat, že ačkoli se na první pohled zdá obsáhlá a komplexní, opak je pravdou. Nejen že je vnitřně nelogická, ale zejména nám nedává odpověď na základní otázku – co je finanční derivát – pouze vyjmenovává jaké finanční deriváty ZPKT považuje za investiční nástroje.

#### **2.4.3.2 Ostatní právní předpisy**

S ohledem na výše uvedené musíme analyzovat další zákony. Starší odborné publikace vydané před účinností ZPKT často zmiňují zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon, který také obsahuje definici derivátů. Tato definice je opět naprosto nedostačující: „devizovými hodnotami (jsou) peněžní prostředky v cizí měně, zahraniční cenné papíry a dále penězi ocenitelná práva a závazky od nich odvozené (dále jen „finanční deriváty““ (viz § 1 d) zákona č. 219/1995 Sb.). Z pohledu dnešního znění zákona je třeba podotknout, že se pojem finanční deriváty objevuje pouze v úvodních definicích – v předešlých zněních zákona s ním pracovaly určité paragrafy, které jsou ale v aktuální verzi (ke dni 22. března 2012) zrušeny. Ani tento zákon nám tedy v legální definici nepomohl.

Pojem derivátu do 30. dubna 2004 – do doby než nabyl účinnosti ZPKT (1. května 2004 – ke dni vstupu České republiky k Evropské unii) – obsahoval zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, když v § 8a odst. 1 nejprve vyjmenoval futures a jím podobné, FRA, swapy a opce a jím podobné a označil je bez další definice jako

---

<sup>99</sup>A to tak, že a) až c) kumulativně a i) až iii) alternativně. a) splňuje některé z těchto kritérií: i) smlouva je obchodována na trhu nebo v obchodním systému ve třetí zemi, který plní podobné funkce jako regulovaný trh nebo mnohostranný obchodní systém, ii) je výslovně uvedeno, že bude obchodována nebo že se na ni vztahují pravidla regulovaného trhu, mnohostranného obchodního systému nebo systému obchodování ve třetí zemi, iii) je výslovně uvedeno, že je rovnocenná kontraktu, s nímž se obchoduje na regulovaném trhu, v mnohostranném obchodním systému nebo v systému obchodování ve třetí zemi; b) zúčtuje ji zúčtovací středisko či jiný subjekt vykonávající tytéž funkce jako centrální protistrana, anebo existují dohody o zaplacení nebo poskytnutí marže v souvislosti se smlouvou; c) má standardní formu, takže zejména cena, série, termín dodání či jiné podmínky se určují hlavně odkazem na pravidelně zveřejňované ceny, na standardní série či standardní termín dodání.

investiční instrumenty. V odst. 5 se pak zákonodárce (správně avšak ve výsledku nešťastně) pokusil o definici derivátů, jakožto penězi ocenitelných práv a závazků, 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. Tato definice byla a je ovšem naprosto nepostačující a nedokonalá, jelikož pod ní lze mnohé subsumovat – například i úvěry, vklady a potažmo i všechny cenné papíry.<sup>100</sup>

Definici *per se* obsahuje zákon č. 277/2009 Sb., o pojišťovnictví, který definuje v § 70 odst. 3 zajišťovací derivát, kterým rozumí opce, termínový obchod nebo swap přispívající ke snižování investičních rizik nebo usnadňující efektivní správu portfolia. Tato definice je velmi široká, avšak v zásadě souhlasí s teorií výše uvedenou o účelu finančních derivátů zajišťovacích.

Jakési logické shrnutí (je vidět, že se náš právní systém i legislativně-technicky vyvíjí) definic uvedených v ZPKT nabízí (ovšem pouze pro účely tohoto zákona) zákon č. 426/2011 Sb. o důchodovém spoření, který v § 3 písm. i) udává, že finančním derivátem jsou:

1. opce, futures, swapy, forvardy, a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke kurzu nebo hodnotě cenných papírů, měnovým kurzům, úrokové míře nebo úrokovému výnosu, jakož i jiným derivátům, finančním indexům či finančním kvantitativně vyjádřeným ukazatelům, a ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích nebo právo na dodání majetkové hodnoty, k níž se jejich hodnota vztahuje,

2. nástroje umožňující přenos úvěrového rizika,

3. finanční rozdílové smlouvy.

Výše uvedeným legální definice v zákonných pramenech končí (krom dále uvedeného). Je třeba si ovšem položit otázku, k čemu je vůbec legální definice dobrá? Odpověď je nasnadě – mnoho (i důležitých) dalších zákonů pojmy derivát/finanční derivát bez dalšího používá a spojuje s nimi další právní následky. Z důležitějších zákonných aktů pouze zákon č. 189/2004, o kolektivním investování odkazuje přímo na

---

<sup>100</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, s. 37. ISBN 80-

ZPKT (oba dva zákony nabyly účinnosti ve stejnou dobu). Jinak následující zákony (řazeno chronologicky): č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád; č. 229/1992 Sb., o komoditních burzách; č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů; č. 58/1995 Sb., o pojišťování a financování vývozu se státní podporou; č. 377/2005 Sb., o finančních konglomerátech obsahují a operují s deriváty bez dalšího odkazu. Proto může v tzv. „hard cases“<sup>101</sup> nastat aplikační problém. Má se pojem derivát vykládat dle teorie (která formulovala určité znaky) nebo dle zákona, tedy v našem případě zejména dle ZPKT. A můžeme jít dále – co když bude dokument nazván jako forward, bude odpovídat popisu dle ZPKT, ale nebude mít znaky forwardu a potažmo i derivátu, tak jak jej definuje teorie a neprávní dokumenty? Proto se musíme pokusit najít další definici finančních derivátů.

### 2.4.3.3 Definice v účetních předpisech

V předešlém výkladu o definicích použitých v zákonech jsem úmyslně vynechal jeden zákon, a to č. 563/1991 Sb., o účetnictví. Ne že by v tomto zákoně bylo něco převratného, ale dostáváme se tím na pole účetnictví, které s pojmy deriváty taktéž pracuje. Samotný zákon o účetnictví pouze odkazuje na zákon o cenných papírech, který nota bene již definici derivátů neobsahuje.

Zákon o účetnictví je prováděn mnoha podzákonými předpisy, z hlediska derivátů je třeba uvést následujících pět vyhlášek, které byly publikovány ve sbírce zákonů za sebou, tudíž mají číslo vždy o jedno větší. Jsou rozdílné dle toho, pro jaký subjekt jsou závazné, jmenovitě jde o vyhlášky č.:

(i) 500/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou podnikateli účtujícími v soustavě podvojného účetnictví;

---

247-0342-4.

<sup>101</sup> Předpokládám, že termín „hard cases“ již netřeba překládat (ale z „procesní opatrnosti“ se jej pokusím přeložit – jde o těžké/sporné/hraniční případy/kauzy/otázky). Jedná se ovšem o terminus technicus – o případy, kdy se není jednoznačně jisté, jaké pravidlo aplikovat. Původně tento termín používal v právně filozofickém pohledu Ronald Dworkin, kdy tvrdí ve svém díle „Taking Rights Seriously“, že „právní systém není možno redukovat pouze na soustavu právních pravidel. Vedle právních pravidel existují také obecné principy, které často mění či ruší účinek právních pravidel v obtížných případech (hard cases)“, citováno z PĚCHA, František. Několik úvah o přirozeném právu a právním

(ii) 501/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou bankami a jinými finančními institucemi;

(iii) 502/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou pojišťovnami;

(iv) 503/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro zdravotní pojišťovny; a

(v) 504/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, u kterých hlavním předmětem činnosti není podnikání, pokud účtují v soustavě podvojného účetnictví. Oproti výše uvedeným je relativně novou vyhláška č. 410/2009 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro některé vybrané účetní jednotky.

Tyto prováděcí předpisy určují zejména metodu a rozsah sestavení účetní závěrky a výkazu zisků a ztrát a obecně metody oceňování. Jelikož ani tyto prováděcí předpisy nemohou být natolik kasuistické, vydává Ministerstvo financí tzv. české účetní standardy (obecně známé pod zkratkou ČÚS). Dle zákona o účetnictví (§ 36) slouží standardy pro dosažení souladu při používání účetních metod účetními jednotkami a pro zajištění vyšší míry srovnatelnosti účetních závěrek. Každá z výše uvedených vyhlášek k sobě má přiřazen jeden účetní standard, který má formu oznámení Ministerstva financí a vychází ve finančním zpravodaji a je dostupné z webových stránek Ministerstva financí. Toliko k systematické podzákonny předpisů z oblasti účetnictví.

Zaměříme-li se na námi hledanou definici derivátů, zjistíme, že vyhláška č. 500/2002 Sb. v § 52 a 53 rozlišuje deriváty na zajišťovací a k obchodování (v teorii spekulativní). Dle odst. 3 § 52 této vyhlášky se derivát považuje za zajišťovací pouze tehdy, pokud a) na počátku zajištění je zajišťovací vztah zdokumentován, b) zajištění je efektivní a c) efektivita je spolehlivě měřitelná a průběžně posuzovaná. Jako deriváty spekulativní označuje tato vyhláška všechny ty, které nesplňují definici výše. V dalším

odkazuje na vyhlášku č. 501/2002 Sb., kterou jsem zmínil výše. V této vyhlášce k samotné definici derivátů nic zásadního nenalezneme, ale v českém účetním standardu k této vyhlášce – FZ03/2004 – nacházíme velice obstojnou definici derivátů. V českém účetním standardu pro finanční instituce č. 110 nacházíme mnoho důležitých poznatků, které pregnančně shrnují to, co dovozuje teorie. V bodu 1 nejdříve tento standard nabízí definici:

1. Derivátem se pro účely účetnictví rozumí finanční nástroj (finančním nástrojem se rozumí jakákoliv právní skutečnost, na jejímž základě vzniká finanční aktivum jednoho subjektu a finanční závazek nebo kapitálový nástroj jiného subjektu) 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 změny 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.

K této definici není co dodat, na rozdíl od quasi-definice ZPKT je tato dostatečně obecná a přitom přesná.

V článku 2 dále standard uvádí (aby nebylo pochyb), co za derivát považovat nelze - za deriváty se nepovažují:

a) repo obchody<sup>102</sup>,

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

---

885.

<sup>102</sup> Repo obchod je obchod, kdy na nákup cenných papírů využijete úvěr poskytnutý bankou. Jako jištění úvěru slouží právě nakoupené cenné papíry, které jsou převedeny na účet banky. Repo obchod je podobný maržovému obchodu, jen při něm dochází k převodu cenných papírů. Shodně s derivátovými obchody oba dva typy obchodů využívají tzv. pákový efekt.

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.

Dále standard stanoví, že:

3. deriváty zahrnují pevné termínové operace a opční kontrakty;

4. pevnými termínovými operacemi se rozumí forwardy, futures a swapy;

5. deriváty se člení na deriváty k obchodování a deriváty zajišťovací (tj. deriváty sjednané za účelem zajišťování a deriváty označené později jako zajišťovací, vždy však splňující podmínky odst. 17); a

6. z hlediska podkladových nástrojů se deriváty člení na deriváty úrokové, měnové, akciové, komoditní a úvěrové a jejich kombinace.

Této definici lze oproti definici ze ZPKT vytnout jen bod 6., který je v rozporu s bodem 1 písm. a), který podkladová aktiva rozšiřuje na téměř všechny kvantifikovatelné veličiny („v závislosti na jiné proměnné“).

Dalším pramenem, ve kterém lze naléznout definici finančních derivátů, jsou tzv. mezinárodní účetní standardy. Zmínku ve vnitrostátním právu o nich nalezneme v § 19a zákona o účetnictví, který v odst. 1 udává, co mezinárodní účetní standardy jsou. Odst. 1 dále odkazuje na dva přímo použitelné právní předpisy Evropské Unie – na Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1606/2002. Nařízení Komise (ES) č. 1126/2008 ze dne 3. listopadu 2008, kterým se přijímají některé mezinárodní účetní standardy v souladu s Nařízením Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1606/2002.

Pro účely nařízení č. 1606/2002 se „mezinárodními účetními standardy“ rozumějí „*International Accounting Standards*“ (IAS), „*International Financial*

*Reporting Standards*“ (IFRS) a související výklady (výklad SIC a IFRIC). IAS se vydávaly od roku 1973 do roku 2001 a vydával je Výbor pro mezinárodní účetní standardy („*International Accounting Standards Committee*“ – IASC). V roce 2001 byl tento výbor nahrazen Radou pro mezinárodní účetní standardy („*International Accounting Standards Board*“ – IASB), která vydává nové standardy pod názvem Mezinárodní standardy účetního výkaznictví (IFRS). Tyto standardy postupně nahrazují dřívější standardy IAS. Zajímavé je, že je tato organizace nevládní, avšak její práce a výsledky jsou po světě široce uznávány natolik, že s jejími standardy operují právní předpisy mnoha zemí.<sup>103</sup>

Finanční deriváty se účtovaly dle účetních standardů IAS – konkrétně šlo o IAS 39. Tento standard byl nahrazen dlouho očekávaným standardem IFRS 9<sup>104</sup>, který bude účinný sice až od roku 2015, avšak lze dle něj účtovat i nyní (jedná se o běžnou praxi). Tyto mezinárodní účetní standardy obsahují kromě teoretických pokynů jak účtovat jednotlivé položky také praktické příklady, které jsou exemplárně vyřešeny a slouží jako jakési „precedenty“ (řečeno právnickým žargonem) pro účtování podobných případů. Pro hledání naší definice finančních derivátů je ovšem důležitá příloha A, která je integrální součástí standardu IFRS 9 a která obsahuje definice. Dle této definice je derivát takový finanční nástroj nebo jiný kontrakt, který splňuje všechny tři znaky, a to že:

a) se jeho hodnota mění v závislosti na změně dané úrokové míry, hodnoty finančního instrumentu, hodnoty komodity, úrokové míry cizí měny, indexu ceny nebo jakékoli míry, kreditového (úvěrového) ratingu nebo kreditového indexu nebo jiné proměnné, za předpokladu že nefinanční proměnná není ovlivnitelná stranou kontraktu (vše výše uvedené se také nazývá „podkladové aktivum“ – „*underlying*“);

b) nevyžaduje žádnou počáteční čistou investici nebo počáteční čistou investici, která je nižší, než by bylo požadováno pro jiné typy kontraktů, u kterých by se očekávalo, že budou mít obdobnou odezvu na změny tržních faktorů; a

---

<sup>103</sup> Blíže viz *Website of the IFRS Foundation and the IASB* [online]. [cit. 2012-03-23]. Dostupné z: <http://www.ifrs.org/Home.htm>.

<sup>104</sup> DVORÁK, Vladimír. *IFRS 9 – klasifikace a ocenění Aktuální vývoj*. In: KPMG. [online]. 2. června 2010 [cit. 2012-03-24]. Dostupné z:

c) budou vypořádány k budoucímu dni.<sup>105</sup>

Z výše uvedeného je patrné, že se IFRS 9 v definici velice podobá českému účetnímu standardu, jak je uvedeno výše.

Krom mezinárodních účetních standardů IFRS existují také „druhé“ mezinárodní standardy, které jsou používány zejména ve Spojených státech amerických. Jedná se o tzv. US GAAP („*US Generally Accepted Accounting Principles*“ – Americké obecně akceptované účetní principy)<sup>106</sup>. V současné době existují znatelné snahy oba dva mezinárodní systémy spojit v jeden.

US GAAP jsou formulovány více organizacemi (dle zaměření), nejvýznamnější z nich je tzv. „*Financial Accounting Standards Board*“ (FASB – Výbor pro finanční účetní standardy). Mimo jiné se na těchto standardech podílí i mocný regulátor amerického kapitálového trhu a dozorová organizace tamtéž SEC („*U.S. Securities and Exchange Commission*“ – Komise Spojených států pro cenné papíry a burzy).<sup>107</sup>

US GAAP se skládají z tzv. FAS („*Financial Accounting Standards*“ – Standardy finančního účetnictví). Finančním derivátům a hedgingu se věnuje FAS No. 133. Tento standard je velice obsáhlý a precizní. Definici finančních derivátů obsahuje v sekci úvod pod bodem 6. Derivát je dle tohoto standardu derivátem pokud splní následující tři podmínky:

a) obsahuje jedno nebo více podkladových aktiv a jedno nebo více ujednání o úhradě;

b) nevyžaduje žádnou počáteční čistou investici nebo počáteční čistou investici, která je, nižší než by bylo požadováno pro jiné typy kontraktů, u kterých by se očekávalo, že budou mít obdobnou odezvu na změny tržních faktorů; a

---

[http://www.kpmg.com/CZ/cs/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Factsheets/Documents/KPMG\\_IAS-39-Replacement-Project.pdf](http://www.kpmg.com/CZ/cs/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Factsheets/Documents/KPMG_IAS-39-Replacement-Project.pdf).

<sup>105</sup> International Financial Reporting Standard 9. *Financial Instruments*. IASB. Dostupné z: <http://staff.blog.ui.ac.id/martani/files/2011/04/ifrs9.pdf>.

<sup>106</sup> Můžeme se také setkat se zkratkou GAAP – tedy obecně akceptované účetní principy. Ve valné většině případů se touto zkratkou myslí právě US GAAP.

<sup>107</sup> ZMEŠKAL, Martin. *Principy a hlavní postupy účtování podle US GAAP*. Brno, červen 2009. 72 s. Dostupné z: [http://is.muni.cz/th/76649/esf\\_m\\_b1/Zmeskal\\_-\\_US\\_GAAP.pdf](http://is.muni.cz/th/76649/esf_m_b1/Zmeskal_-_US_GAAP.pdf). Diplomová práce. Masarykova univerzita, Ekonomicko-správní fakulta. Vedoucí práce doc. Ing. Jaroslav Sedláček, CSc.



c) jeho podmínky vyžadují nebo dovolují čisté zúčtování, může být snadno zúčtován způsobem mimo kontrakt nebo zajistí dodání aktiva, díky němuž bude mít recipient obdobné postavení jako při čistém zúčtování.

Dále pak FAS No. 133 velice obsírně a komplexně definuje podkladové aktivum, původní čistou investici, čisté zúčtování atd.<sup>108</sup> Jak je vidno, inspirovali se tvůrci IFRS 9 standardem FAS No. 133 – zejména definice ad b) je naprosto totožná.

#### 2.4.3.4 Komunitární právo

Základním předpisem komunitárního práva v oblasti finančních derivátů (a nejen jich) je velice významná směrnice běžně známa jako MiFID<sup>109</sup> („*The Markets in Financial Instruments Directive*“ - Směrnice o trzích finančních nástrojů /„**MiFID**“/) č. 2004/39/ES. Tato směrnice obsahuje v příloze I, oddílu C seznam finančních nástrojů, přičemž body 4) až 10) představují deriváty. Tyto deriváty jsou ovšem podobně jako v ZPKT (do něž byla MiFID transponována) pouze výčtem názvů derivátů, nikoli zobecňující definicí, pod kterou by bylo možné subsumovat.

Směrnice MiFID bude s největší pravděpodobností nahrazena tzv. směrnicí MiFID II<sup>110</sup> a vedle ní přibude i nařízení, regulující obdobnou problematiku, které se již nyní zkracuje jakožto MiFIR („*The Markets in Financial Instruments Regulation*“ - Nařízení o trzích finančních instrumentů). Dle návrhu se v MiFID II v zásadě nezmění definice derivátů – pouze se upřesní některé marginálie<sup>111</sup>. Nařízení MiFIR přejímá definice z MiFID II.<sup>112</sup>

---

<sup>108</sup> FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD OF THE FINANCIAL ACCOUNTING FOUNDATION. Statement of Financial Accounting Standards No. 133. *Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities*. 1998, 213 s. [cit. 2012-06-24] Dostupné z: <http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobkey=id&blobwhere=1175820923424&blobheader=application%2Fpdf>.

<sup>109</sup> Krátké shrnutí zde: HUSTÁK, Zdeněk. Co je to MiFID a co přinese do českého právního řádu. *IHNed.cz* [online]. 2007[cit. 2012-03-24]. Dostupné z: [http://ihned.cz/c4-10108850-20949330-000000\\_d-co-je-to-mifid-a-co-prinese-do-ceskeho-pravniho-radu](http://ihned.cz/c4-10108850-20949330-000000_d-co-je-to-mifid-a-co-prinese-do-ceskeho-pravniho-radu), případně zde: HUSTÁK, Zdeněk. MiFID – Nová pravidla pro kapitálový trh. *Právní forum*, 2007, č. 6.

<sup>110</sup> Dle návrhu se tato směrnice má jmenovat SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY o trzích finančních nástrojů a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES.

<sup>111</sup> Viz příloha I oddíl C in Návrh SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY. *O trzích finančních nástrojů a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES*. 2011. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0656:FIN:cs:PDF>.

<sup>112</sup> Viz čl. 2 odst. 14 in Návrh NAŘÍZENÍ EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY. *O trzích finančních nástrojů a o změně nařízení [nařízení o infrastruktuře evropských trhů] o OTC*

Shrneme-li definice finančních derivátů v komunitárním právu, můžeme konstatovat, že se v zásadě neliší od těch v právu vnitrostátním a že mají stejnou stavbu (v zásadě nevyhovující).

Ve světle výše uvedeného lze tedy závěrem uzavřít s tím, že ani české ani komunitární právo neposkytují obecně použitelnou definici finančních derivátů. Pro tuto je třeba nahlédnout do relevantních účetních standardů, které byly popsány výše.

#### 2.4.4 Právní postavení finančních derivátů v Německu

Jak bylo nastíněno v předešlých kapitolách, můžeme finanční deriváty chápat minimálně ve dvou na sobě relativně nezávislých kategoriích, a to jakožto ekonomické instrumenty, tedy z hlediska jejich funkčního pojetí, za další mohou být finanční deriváty pozorovány jakožto předmět právní regulace (ať již regulace veřejnoprávní nebo „tacitní regulace“ soukromoprávní).

Nahlížíme-li na německou úpravu finančních derivátů prizmatem těchto dvou kategorií, je zřejmé, že z hlediska funkčně ekonomického mají finanční deriváty univerzální platnost a zákonitosti. Tedy z hlediska funkčního se „německé“ deriváty neliší od těch „českých“ (nota bene uvážíme-li dnešní přeshraniční přesah multiplikovaný užíváním internetu).

Z hlediska právní regulace je již situace odlišná. Německá právní věda – v porovnání s českou – se zabývá finančními deriváty vcelku detailně:

Z hlediska pojmosloví používá jak německý zákonodárce, tak německá odborná literatura dva pojmy: deriváty (německy „*Derivate*“) a tzv. „*Finanztermingeschäfte*“ či pouze „*Termingeschäfte*“ (finanční termínové / termínované obchody<sup>113</sup>). Meritorní úpravu finančních derivátů v Německu nalezneme v zákoně

---

derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů. 2011. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0652:FIN:CS:PDF>.

<sup>113</sup> Česká odborná literatura pojem termínovaný obchod také užívá, avšak spíše jakožto vysvětlení dnes již standardně užívaného pojmu „derivát“, viz obecné kapitoly o finančních derivátech výše. Německá odborná literatura používá naproti tomu pojem „*Termingeschäft*“ velice hojně. Dále je třeba odlišovat termínové/termínované obchody od termínovaných vkladů u bank, u kterých je po určitý čas (do jistého termínu) omezena dispozice s vloženými prostředky. Toto není případ termínových obchodů, u kterých se odkládá vypořádání *pro futuro* (tedy opět do jistého termínu).

„Wertpapierhandelsgesetz“<sup>114</sup> (zákon o obchodování s cennými papíry „WpHG“). Tento zákon reguluje služby týkající se zejména obchodováním s cennými papíry, burzovní i mimoburzovní obchod s finančními instrumenty nebo např. dohled a dozor nad subjekty, které provozují činnosti související s obchodem s cennými papíry. Z jednotlivostí, které lze akcentovat, WpHG upravuje např. insider trading, regulace ratingových agentur, opatření proti manipulaci s trhem nebo jednotlivé povinnosti obchodníků s cennými papíry.<sup>115</sup>

Samotné finanční deriváty německá právní věda definuje obdobně jako česká (tedy zejména skrze jejich odvozenost od podkladového aktiva)<sup>116</sup>, případně si pomáhá účetními standardy, tak jak je uvedeno výše v této práci.

WpHG ovšem pro účely tohoto zákona definuje finanční deriváty v § 2 odst. 2 pododstavce 1 až 5. Dle těchto ustanovení finančními deriváty jsou:

(i) obchody, u nichž dochází k časovému posunu při plnění a jejichž hodnota se odvozuje od: (a) cenných papírů nebo instrumentů peněžního trhu, (b) deviz, (c) úroků či jiných výnosů, (d) indexů podkladových aktiv vyjmenovaných v (a) až (c) nebo indexů jiných finančně měřitelných veličin a (e) derivátů (tzv. deriváty derivátů);

(ii) termínové obchody vztahující se například na zboží, emisní povolenky, klimatické proměnné, inflační indexy, makroekonomické údaje a další pokud z těchto obchodů vzniká právo na vypořádání nebo pokud byly uzavřeny na organizovaném trhu či v rámci vícestranného obchodního systému nebo pokud tento termínovaný obchod lze subsumovat pod čl. 38 odst. 1 Nařízení Komise (ES) č. 1287/2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice („**Nařízení o provedení směrnice o evidenční povinnosti**“).

(iii) finanční diferenční (rozdílové) obchody;

---

<sup>114</sup> „Wertpapierhandelsgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708)“

<sup>115</sup> ASSMANN, Heinz-Dieter, in ASSMANN, Heinz-Dieter, SCHNEIDER, Uwe. *Wertpapierhandelsgesetz Kommentar*. 3., podstatně rozš. vyd. V Köln: Dr. Otto Schmidt, 2003, s. 76 - 79.

<sup>116</sup> SCHÄFER, Frank, in ASSMANN, Heinz-Dieter, SCHÜTZE, Rolf. *Handbuch des Kapitalanlagerechts*. 2. vydání. V Mnichově: 1997, s. 683.

(iv) deriváty úvěrového (kreditního) selhání; a

(v) termínové obchody, které lze subsumovat pod čl. 39 Nařízení o provedení směrnice o evidenční povinnosti.

Porovnáme-li tuto úpravu s úpravou obsaženou v ZPKT, lze konstatovat, že rozdílné je zejména to, že WpHG používá samotný pojem „derivát“ a „termínový obchod“. Mimo to jsou však oba demonstrativní výčty obdobné, německá úprava obsahuje navíc zmínku o derivátech dle Nařízení o provedení směrnice o evidenční povinnosti, jak je uvedeno výše. Finanční deriváty obsažené v tomto nařízení lze dle českého pojetí subsumovat pod sběrnou kategorii „zbytkových“ derivátů dle § 3 odst. 1 písm. k).

Daleko zajímavější než samotná definice jsou ostatní práva a povinnosti související s derivátovými obchody. Dle WpHG jsou regulovanou činností: vlastní obchodování s finančními deriváty pokud je postavené na kontinuálním základě a dále pak široká kategorie obchodování s finančními deriváty vlastním i cizím jménem na cizí účet (pod tuto kategorii spadají komisionářské smlouvy na obchod s finančními deriváty, sjednávání uzavírání finančních derivátů, spravování a administrace derivátového portfolia nebo např. poradenství v oblasti finančních derivátů). Dohled a dozor nad osobami provádějící regulovanou činnost dle WpHG provádí „*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*“<sup>117</sup> (Spolkový úřad pro dohled nad finančními službami „**BaFin**“).

Z vývojového pohledu stojí za povšimnutí rozdílný přístup k finančním derivátům a povinnostem s nimi spojenými tak jak se měnil v čase. Aktuální německý vývoj lze rozdělit do těchto etap: (i) do roku 2002, (ii) roky 2002 až 2007 a (iii) od roku 2007.

Do roku 2002 byly finanční deriváty upraveny v burzovním zákoně („*Börsengesetz*“<sup>118</sup>). Zásadní a základní otázkou – kterou se zabývá i tato práce – v té době bylo rozhodnutí, zda-li finanční deriváty nejsou hrou a sázkou a netvoří tak naturální obligaci. Zde je nutno učinit drobnou odbočku – německé právo má v zásadě

---

<sup>117</sup> V Německu (v odborné literatuře) zkracován a označován jakožto BaFin (jedná se o obdobu amerického úřadu SEC - U.S. Securities and Exchange Commission). Více viz <http://www.bafin.de>.

<sup>118</sup> Původně ze dne 22. června 1896 (RGBl. S. 157).

stejnou koncepcí hry a sázky jako právo české. Následkem závazku vzniklého z hry a sázky je dle německého práva taktéž naturální obligace, tedy právo oslabené o nárok (viz § 762 německého občanského zákoníku – „*Bürgerliches Gesetzbuch*“<sup>119</sup> „**BGB**“). Do roku 2002 platilo i speciální pravidlo vyjádřené v § 764 BGB, které se vztahovalo přímo na diferenční obchody, když tento paragraf explicitně označoval diferenční obchody za hru a sázku a odkazoval na § 762 (tedy docházel k výsledku, že diferenční obchody jsou naturální obligací). Mimo to i tehdejší literatura označovala některé aleatorní burzovní obchody s deriváty v teoretické rovině za hru a sázku. Z tohoto však tehdejší burzovní zákon povoloval výjimku, a to pro případ, kdy byla druhá strana formálně informována dle tohoto zákona o možných rizicích derivátových obchodů. Shrneme-li výše uvedené, můžeme konstatovat, že v Německu do roku 2002 byly diferenční obchody naturálními obligacemi (*ex lege expressis verbis*) a odvážné a riskantní finanční deriváty hrou a sázkou s následky naturální obligace (*ex lege* avšak subsumpcí).

V roce 2002 byla v Německu přepracována regulace finančních derivátů do WpHG. Spolu s touto změnou byl poupraven i BGB, ve kterém bylo zrušeno „automatické“ ustanovení § 764 BGB. K tomu v WpHG přibyl nový § 37e, který explicitně vyloučil aplikaci ustanovení o hře a sázce (762 BGB) pro všechny finanční deriváty.<sup>120</sup> Dále byla kodifikována do té doby judikatorně vykládaná povinnost informovat investory o rizicích uzavírání finančních derivátů. Tato povinnost byla dvoustupňová, tedy jednak se investorům měla dostat obecná informace o rizicích z titulu povinnosti informovat jakožto obchodník s cennými papíry, dále pak musel být investor informován specificky, pokud se jednalo o obchody zahrnující finanční deriváty (§ 37d WpHG).<sup>121</sup> Toto druhé specifické informování bylo náležitě kontrolováno BaFinem (§ 37f WpHG). Nedodržení nebo nesprávné provedení těchto

---

<sup>119</sup> „*Bürgerliches Gesetzbuch in der Fassung der Bekanntmachung vom 2. Januar 2002 (BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738*“.

<sup>120</sup> Nutno ovšem dodat, že i nyní se staví Spolkový ústavní soud k otázce derivátů značně rezervovaně a zdůrazňuje nutnost důsledných rad od profesionálů, viz ROBERTS, Julian. Beratungsbedarf bei Finanzderivaten im Lichte neuerer Rechtsentwicklungen. *Deutsches Steuerrecht*. 2011, č. 26, s. 1231 nebo ROBERTS, Julian. Finanzderivate als Glücksspiel? Aufklärungspflichten der Emittenten. *Deutsches Steuerrecht*. 2010, č. 21, s. 1082.

<sup>121</sup> SCHÄFER, Frank, in SCHWINTOWSKI, Hans-Peter, SCHÄFER, Frank. *Bankrecht*. 2. vydání. V Köln: 2004, s. 848 - 856.

informačních pravidel mělo za následek jednak veřejnoprávní sankci (pokutu), ale i soukromoprávní – nárok na náhradu škody. Mimo to byl v roce 2002 zaveden § 37g WpHG, který dává Spolkovému ministerstvu financí pravomoc vydávat vyhláškou seznam zakázaných finančních derivátů. Na finanční deriváty ve vyhlášce uvedené je třeba nahlížet jakožto na nicotné.

Reformou z roku 2007 byly doplněny definice finančních derivátů o diferenční obchody a o deriváty úvěrového (kreditního) selhání. Tím bylo postaveno najisto, že tyto obchody netvoří zvláštní subkategorii finančních derivátů. Výše zmíněná dvoustupňová informační povinnost byla zrušena. V dnešní době tedy platí povinnost obchodníků s deriváty informovat dle obecného § 31 WpHG<sup>122</sup>. Mimo to platí pro obchodníky s deriváty tzv. povinnost „best execution“ (nejlepšího vykonání) klientských příkazů („Bestmögliche Ausführung von Kundenaufträgen“ dle § 33a WpHG). Z hlediska jednotlivých derivátových obchodů obsahuje WpHG zákaz uzavírání některých úvěrových derivátů, pokud by s sebou nesly přílišná rizika (viz § 30j WpHG).<sup>123</sup>

#### 2.4.4.1 Shrnutí

Porovnáme-li tedy výše uvedené vybrané charakteristiky úpravy finančních derivátů v Německu s úpravou českou, můžeme dojít k těmto poznatkům:

Jak ekonomické vymezení finančních derivátů v odborné literatuře, tak právní definice užívaná WpHG a ZPKT se od sebe zásadně neliší. U ekonomického vymezení finančních derivátů je toto dáno jejich univerzální povahou, u právních definic je toto způsobeno zejména jednotícím vlivem evropského práva (zejména směrnicí MiFID viz kapitola 2.4.3.4).

V jednotlivostech obou úprav již rozdíly nalezneme. Německý zákonodárce se jednoznačně vyslovil k otázce právní podstaty finančních derivátů, když je dnes *ex lege* postaveno najisto, že finanční deriváty nejsou sázkou či hrou, a tudíž zde nevzniká

---

<sup>122</sup> Tento paragraf obsahuje kromě informační povinnosti i další povinnosti „jak se má obchodník s finančními deriváty chovat“. Jelikož je toto velice obsáhlá a komplikovaná materie, pro další studium odkazují na SCHWARK, Eberhard. *Kapitalmarktrechtskommentar*. V Mnichově: C.H.Beck. 2004, s. 1272 – 1309.

<sup>123</sup> EINSELE, Dorothee. *Bank- und Kapitalmarktrecht*. 2. vydání. V Tübingen: 2010, s. 454 – 458.

naturální obligace. Stejný princip bude, jak je popsáno výše, platit i po rekodifikaci českého soukromého práva. Pozorujeme-li genezi vzniku vztahu německého zákonodárce k finančním derivátům, můžeme konstatovat, že do roku 2002 byla německá úprava nadmíru striktní. Závěrem je třeba vyzdvihnout další veřejnoprávní zásah do obchodování s finančními deriváty, a to možnost vydání vyhlášky Spolkovým ministerstvem financí, kterou se mohou zakázat určité typy finančních derivátů.

## 2.5 Klasifikace finančních derivátů

Následující podkapitoly slouží ke komplexnějšímu pochopení finančních derivátů. Jakkoli se může zdát teoretické dělení a klasifikace níže uvedená nadbytečné a teoretizující, je níže uvedené rozdělení nezbytné pro další výklad.

### 2.5.1 Klasifikace dle místa sjednávání

Finanční deriváty lze sjednávat jednak na burzovních trzích („*exchange market*“) nebo tzv. OTC („*over-the-counter*“), tedy na mimoburzovních trzích. Fakt, jestli je finanční derivát sjednáván na burzovním trhu nebo OTC je zásadní pro jeho podobu i finanční nákladnost.

Burzovní trh je specifický zejména následujícími znaky: (i) k provozování burzy je třeba zvláštní povolení<sup>124</sup>, (ii) jednotlivé druhy burzovních obchodů jsou přesně stanoveny, tedy neplatí zde úplná smluvní volnost, (iii) zboží obchodované na burzách musí být připuštěno a schváleno vedením burzy, (iv) obchoduje se s určeným množstvím, (v) čas i místo obchodů jsou přesně určeny, (vi) obchoduje se se zastupitelným (fungibilním) zbožím, (vii) zboží, které je obchodováno, není fyzicky přítomno.<sup>125</sup>

O mimoburzovním OTC trhu se dá tvrdit, že platí opak výše uvedeného (až na body (vi) a (vii)). Výhody OTC trhu jsou především následující: (i) vstup na OTC trh není nikterak omezen; burzy často stanovují přísné podmínky vstupu subjektů týkající

---

<sup>124</sup> Dle stávajícího ZPKT jde o postup dle § 37, blíže HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vydání Praha : C. H. Beck, 2012, s. 416 a násl.

<sup>125</sup> REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Vyd. 4. Praha: Management Press, 2008, s. 293, ISBN 978-80-7261-132-4.

se jejich kapitalizace, rozptýlenosti akcií, minimální doba existence subjektu, finanční historie, ziskovost, zveřejňování informací etc. Některé subjekty tyto podmínky nesplňují, a proto jsou vyloučeny z obchodování na burze. Právě pro ně je zde OTC trh, (ii) obchodování na OTC trzích je podstatně levnější než na burze a (iii) burzy bývají v provozu jen několik hodin, což nemusí vyhovovat mezinárodním subjektům kvůli časovým posunům.

Z hlediska finančních derivátů rozeznáváme takové, které jsou obchodovány výhradně na burze (např. futures). Burzovní deriváty jsou tedy nákladnější, avšak jistější investicí, jelikož podléhají přísnému burzovnímu dohledu. Toto se ovšem nedá tvrdit o OTC derivátech – ty mohou být komplexnější a složitější, avšak jejich důsledky mohou být fatální. Jedním ze základních rizik je například tzv. úvěrové riziko protistrany, tedy riziko selhání protistrany, která není schopna splnit své finanční závazky. „U derivátů obchodovaných na burzách je toto riziko výrazně nižší než u mimoburzovních obchodů s deriváty. Burzy, na nichž se obchoduje s futures a obcemi, denně sledují expozici riziku u každého účastníka obchodu. Členové burzy musí pravidelně každý den (a někdy i v průběhu burzovního dne) zaplacením příslušných částek eliminovat svá rizika, aby neohrožovali důvěryhodnost burzy“<sup>126</sup>.

Lze tedy uzavřít s tím, že se finanční deriváty dělí na burzovní a OTC deriváty, přičemž OTC deriváty jsou na jedné straně levnější a flexibilnější, na druhé straně v sobě nesou jisté riziko. Mimo výše popsaná rizika ekonomická, lze definovat ještě rizika právní, respektive rizika protiprávnosti (např. „*insider trading*“, viz dále). Jak dodává prof. Jílek: „U spotových a derivátových obchodů sjednávaných na trhu OTC lze snadno manipulovat s cenou. [...] derivátový trh je k podvodům vhodnější, neboť tyto podvody lze v porovnání se spotovým trhem podstatně obtížněji odhalit“<sup>127</sup>.

## 2.5.2 Pevné termínové operace a opční kontrakty

Finanční deriváty lze dělit na (i) pevné termínované operace a (ii) opce, které nejsou ničím jiným než opčními termínovanými operacemi. Již z lingvistického

---

<sup>126</sup> PAVLÁT, Vladislav, KUBÍČEK, Antonín. *Regulace a dohled nad finančními trhy*. 2. vyd. Praha : Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2010, s. 121.



porovnání obou kategorií vyplývá, že dělicím kriteriem zde bude otázka, zda-li dochází k vypořádání mandatorně nebo fakultativně.

U pevných termínovaných obchodů dochází k vypořádání v budoucnu bez ohledu na vůli účastníků derivátového obchodu<sup>128</sup>. Mezi tyto obchody řadíme zejména forwardy, futures a swapy.

Naopak u opčních termínovaných operací má daná strana opce právo na vypořádání. To znamená, že (jedna) strana opce má v budoucnu právo opci uplatnit, či neuplatnit (v závislosti na jejím uvážení). Hodnota této možnosti volby je vyjádřena v protiplnění strany, které toto právo náleží. Toto protiplnění se nazývá prémie.

### 2.5.3 Klasifikace dle podkladových aktiv

Dle této diferenciaci se deriváty dělí na finanční deriváty, komoditní deriváty a tzv. exotické deriváty<sup>129</sup>.

Komoditní deriváty jsou, jak bylo popsáno v úvodu této práce, starší nežli finanční deriváty. Komoditní deriváty mají jakožto podkladové aktivum jistou komoditu, respektive její kvantifikovatelnou cenu. Jakousi subkategorii komoditních derivátů tvoří potravinové deriváty, jejichž cena se odvíjí od cen jednotlivých potravin.

Oproti tomu mají finanční deriváty podkladová aktiva ryze finančního charakteru. Standardně se jedná o následující finanční deriváty: (i) měnové deriváty, (ii) úrokové deriváty, (iii) akciové deriváty a (iv) úrokové deriváty.

Exotické deriváty (nebo též inovativní deriváty) jsou kategorií značně „neohrazenou“, ve které se finančním mozklům nekladou hranice. V zásadě exotické deriváty reflektují jednak snahu o inovaci finančních produktů jako takových, dále se pak snaží podchytit potřeby současného businessu. Mezi exotické deriváty řadíme například deriváty, jejichž podkladovými aktivy jsou:

- (i) přenosová kapacita telekomunikačních sítí;

---

<sup>127</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, s. 53. ISBN 80-247-0342-4.

<sup>128</sup> Za normálního chodu věcí. Nesmíme zapomenat, že finanční deriváty nejsou ničím jiným než soukromoprávními smlouvami, kde si v intencích smluvní volnosti mohou strany smluvit (téměř) cokoli.

<sup>129</sup> Jedná se samozřejmě o dělení teoretické, různí autoři mají různé přístupy. Toto trojí (a dle názoru autora této práce také neaktuálnější) rozdělení zastávají autoři komentáře k ZPKT.

- (ii) skladovací kapacita pro komoditu;
- (iii) přenosová nebo dopravní kapacita pro komodity, ať už tuto kapacitu představují kabely, potrubí nebo jiné prostředky;
- (iv) dotace, úvěr, povolenka, právo nebo podobné aktivum přímo související s dodávkami, rozvodem či spotřebou energie získané z obnovitelných zdrojů;
- (v) geologická, environmentální nebo jiná fyzikální veličina;
- (vi) jakékoli jiné aktivum nebo právo zaměnitelné povahy, kromě práva být příjemcem služby, které lze převádět; nebo
- (vii) index nebo míra týkající se ceny, hodnoty nebo objemu obchodů s libovolnými aktivy, právy, službami či závazky.<sup>130</sup> Z uvedeného příkladného výčtu je patrné, že lze pomocí derivátů zajistit (případně spekulovat) takřka jakékoli podnikání, ve kterém se objevují kvantifikovatelné veličiny.

#### **2.5.4 Klasifikace dle ukončení derivátového obchodu**

Ačkoli tomuto rozdělení není přikládán v odborné literatuře takový důraz, spatřuje v tomto rozdělení autor této práce zásadní milník. Dle této klasifikace totiž můžeme rozlišovat při ukončení derivátového obchodu mezi (i) dodáním a (ii) vypořádáním.

U dodání dochází k faktickému vypořádání se vším všudy, kdy je podkladové aktivum skutečně dodáno druhé straně a ta za něj zaplatí smluvené protiplnění. Tento princip se dříve užíval bez výhrady u komoditních derivátů, do doby než se deriváty začaly užívat stále více ke spekulacím než k hedgingu. Tedy domluvil-li se v 19. století chicagský pěstitel kukuřice, že kupujícímu prodá za tři měsíce jednu tunu kukuřice za X amerických dolarů, došlo skutečně ve smluvený den k zaplacení a dodání kukuřice (podkladového aktiva).

Zlom nastal, když si tento kupující uvědomil, že v den dodání se obchoduje kukuřice za  $X + 10$  amerických dolarů a že jí tedy může rovnou prodat a vydělat na tomto obchodu. Tímto vznikla spekulace, při které spekulant nikdy nemá zájem na tom, získat samotné podkladové aktivum. A tak vzniklo vypořádání, které bylo dané

likviditou a možností okamžité koupě a prodeje. V dnešní době převládá na finančních trzích ukončení derivátového obchodu vypořádáním. Některé finanční deriváty ani nelze ukončit jinak než vypořádáním - pokud je podkladovým aktivem nehmotná abstraktní věc (index etc.), není jednoduše co dodávat.

Odborná literatura pro tyto dva typy ukončení finančních derivátů používá také pojmy (i) hrubé vypořádání a (ii) čisté vypořádání. Hrubým vypořádáním pak je dodání podkladových aktiv, čistým vypořádáním je vypořádání reálné hodnoty finančního derivátu, který činí diferencí podkladových aktiv. Čisté vypořádání bývá také označováno jako „*contract for difference*“ (smlouva o rozdílu).<sup>131</sup>

Z právního hlediska (jelikož finanční derivát není ničím jiným než smlouvou, viz výše) se jedná při ukončení derivátového obchodu o zánik závazku. U dodání dochází k prostému splnění dluhu (dle § 559 a násl. OZ, případně dle § 324 a násl. ObchZ). Variabilnější situace nastává u zániku vypořádáním - v těchto situacích smlouva (finanční derivát) již zpravidla předvídá pouhé uhrazení rozdílu (viz příklad s kukuřicí výše). Jiným způsobem může být zánik závazku započtením (dle 580 a násl. OZ, případně dle § 358 a násl. ObchZ). Princip započtení se používá zejména u swapových derivátů.

Jak již bylo uvedeno výše, je vypořádání derivátových obchodů alfou a omegou celého nynějšího derivátového trhu. Pokud v minulosti někdo spekuloval na cenu pomocí komoditního derivátu, jednalo se i tak o konečného kupce, kterému bylo ve výsledku dodáno - ať již pro něj výhodněji či nikoli. Od dob vypořádání se ovšem otevřel derivátový trh spekulantům, kteří tak mohou s finančními deriváty činně obchodovat.

## 2.6 Přehled a základní popis derivátů

V následujících subkapitolách se pokusím nastínit charakteristiku vybraných (základních) typů finančních derivátů. Pořadí dále probíraných finančních derivátů není náhodné, sleduje princip od jednoduchých ke složitějším.

---

<sup>130</sup> HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vydání Praha : C. H. Beck, 2012, s. 58.

## 2.6.1 Forward

Forward<sup>132</sup> je, s nadsázkou řečeno, etalonem finančních derivátů. Jedná se o finanční derivát zajisté nejstarší, ze kterého se rozvinuly další jeho nástupci. Pro pochopení principu fungování finančních derivátů je forward také nejjednodušším didaktickým vzorem.

Z hlediska kategorizace je forward typickým OTC derivátem, při kterém si strany forwardu dohodnou vypořádání či dodání v jeden jediný určitý moment v budoucnosti. Z obecného pohledu fungují forwardy tak, že si strany kontraktu nepodmíněně dohodnou výměnu určité pevně stanovené finanční sumy za sumu zatím nejistou. A právě otázka, jak a z čeho vznikne výše uvedená nejistá suma (nejistá je pouze v době uzavírání forwardu), je rozlišujícím faktorem pro následující forwardy: (i) úrokový forward, (ii) měnový forward, (iii) akciový forward, (iv) komoditní forward a (v) úvěrový forward. Toto rozdělení zcela logicky následuje obecné rozdělení finančních derivátů dle podkladových aktiv.

Ad (i): jedním z neznámějších forwardů je úrokový forward. U tohoto forwardu zde máme (dle obecného principu shora popsaného) pevnou částku, kterou vyměňujeme za jinou částku, do které se promítne úrok. Je tedy zcela logické, že úroková míra se musí odvíjet do budoucna v době uzavření forwardu neznámým způsobem. Jinými slovy pokud by byla úroková míra pevně stanovena, mohl by si každý vypočítat její vliv na jistinu. V těchto případech se úroková míra odvíjí nejčastěji od mezibankovních nabídkových sazeb plus pevná částka úroku (jinak by např. banky neměly z těchto úroků zisk v porovnání s tím, za kolik si půjčují mezi sebou). Mezi tyto sazby patří zejména LIBOR, PRIBOR, Euribor nebo např. TIBOR<sup>133</sup>.

---

<sup>131</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, s. 35, pozn. pod čarou č. 25. ISBN 80-247-0342-4.

<sup>132</sup> Hojně používáno v plurálu „forwardy“ nebo též forwardový/é kontrakt. Název je odvozen z anglického „forward“, což znamená „termínový / lhůtní / vpředu / předsunutý“.

<sup>133</sup> Tyto sazby se nazývají referenční, viz např. „Referenční sazba - Jako referenční sazba bude pro úvěry a půjčky denominované v české měně použita sazba PRIBOR [tuto sazbu zveřejňuje ČNB např. na svých internetových stránkách ([http://www.cnb.cz/www.cnb.cz/cz/financni\\_trhy/penezni\\_trh/pribor/denni.jsp](http://www.cnb.cz/www.cnb.cz/cz/financni_trhy/penezni_trh/pribor/denni.jsp))]. Pro úvěry a půjčky v cizí měně budou použity zahraniční ekvivalenty sazby PRIBOR (zpravidla 12měsíční LIBOR jako nejběžnější používaná referenční sazba v Evropě). Ministerstvo financí doporučuje použít referenční sazbu uváděnou poskytovateli finančních informací, např. Bloomberg, Reuters.“ in PELC, Vladimír. *Zákon o daních z příjmů*. Komentář. 1. vydání. Praha : C. H. Beck, 2012, s. 1340. EURIBOR je pak

I úrokové forwardy můžeme dále dělit - jejich nejvýznamnější podskupinu tvoří tzv. dohoda o forwardové úrokové míře (anglicky: „*Forward Rate Agreement*“ - všeobecné známé pod zkratkou „**FRA**“). Při tomto forwardu si strany obchodu dohodnou („tipnou“) úrokovou míru a dobu vypořádání. Teoreticky mohou nastat tři situace - úroková míra bude nižší, stejná nebo vyšší ke dni vypořádání než dohodnuto. Pokud bude konečná úroková míra v den smluveného vypořádání shodná s dohodnutou úrokovou mírou, nebudou si strany nic platit. Pokud ovšem bude rozdílná, bude jedna strana (ta v nevýhodné pozici) platit druhé straně tento rozdíl.<sup>134</sup> Pro názornost si uveďme příklad: společnost A uzavře se společností B smlouvu o úvěru, dle které se zaváže společnost A půjčit společnosti B 10 000 000 Euro s 3 M („*month*“ - měsíční) LIBOR + 8 % p.a. s roční splatností. Řekněme, že v době uzavírání forwardu je 3 M LIBOR 1 %, tedy v době uzavírání kontraktu se společností dohodly na úroku 9 % p.a. Společnost A tedy očekává, že za rok dostane svých 10 000 000 Euro a k tomu 900 000 Euro na úrocích. Jelikož je ale LIBOR proměnná hodnota, může se proti jejímu výkyvu zajistit, tím že uzavře Forward Rate Agreement (FRA) - předpokládejme že s bankou. S touto si domluví fixaci sazby LIBOR na 1 % za rok (v den vypořádání úvěru). Při této konstelaci znamená pro společnost A každých 0,1 % posun o 10 000 Euro. Proto se dohodne s bankou že vymění svých nejistých 10 000 000 Euro s 3 M LIBOR + 8 % p.a. za 10 900 000 Euro. Tedy bude-li LIBOR po roce k datu vypořádání 1,5%, zaplatí banka stále 10 900 000 Euro, ale dostane od společnosti A 10 950 000 Euro – tedy banka vydělá 50 000 Euro. Tomu odpovídající, pokud bude po roce k datu vypořádání LIBOR ve výši 0,5%, zaplatí banka stále 10 900 000 Euro, ale dostane od společnosti A 10 850 000 Euro - tedy banka prodělá 50 000 Euro. A nyní přichází zásadní mezník moderních finančních derivátů, a to že si společnost A a banka mezi sebou uhradí pouze rozdíl vyplývající z rozdílné úrokové míry. Co bude do 1 %, uhradí banka společnosti A, to co bude nad 1 %, získá banka od společnosti A. V tomto didaktickém případě představuje každých 0,1 % 10 000 Euro.

---

- „*Euro Interbank Offered Rate*“ - referenční hodnota úrokových sazeb na trhu mezibankovních depozit v EMU („*European Monetary Union*“, Evropská měnová unie), TIBOR je Tokijská obdoba - „*Tokyo Interbank Offered Rate*“.

<sup>134</sup> LENENBACH, Markus. *Kapitalmarkt- und Börsenrecht*. 1. vydání Köln: RWS Vlg Kommunikationsforum, 2002. s. 267 – 268.

Podíváme-li se na celý výše uvedený příklad v kontextu celé úvěrové transakce, pak pokud bude LIBOR 0,5 %, uhradí společnost B společnosti A 10 850 000 Euro, tedy o 50 000 Euro méně, než byl stav v době uzavření úvěrové smlouvy. Teoreticky by v tomto případě „ztrácela“ (nedostala by tolik, kolik očekávala) společnost A. Ta si ale uzavřela FRA s bankou, která jí v případě výše sazby LIBOR 0,5 % slíbila doplatit rozdíl mezi 0,5 % a 1 %, tedy v našem případě 50 000 Euro. Celkově tedy získá společnost A „svých“ očekávaných 10 900 000 Euro.

Pokud ovšem bude LIBOR ve výši 1,5 %, pak získá společnost A od společnosti B 10 950 000 Euro, čili zdánlivě více, nežli s čím uzavírala úvěrovou smlouvu. Ovšem jelikož společnost A a banka uzavřely FRA s fixací na 1 %, je společnost A povinna doplatit bance 50 000 Euro (které doplatí z oněch 10 950 000 Euro od společnosti B). Celkově tedy získá společnost A „svých“ očekávaných 10 900 000 Euro.<sup>135</sup>

Z výše uvedeného příkladu tedy lze dovodit následující: společnost A se zajistila (hedging viz výše) proti výkyvu úrokové míry. Banka si naopak takřikajíc „vsadila“ na to, že úroková míra bude vyšší než 1 %, tedy spekulovala na růst. Z ekonomického hlediska vyměnila společnost A své nejisté peníze v budoucnu, za přesně definovanou sumu v současnosti. Uzavřením takového forwardu si mohla být společnost A jistá, že v budoucnu zaplatí za úvěr tolik, kolik si dohodla ve forwardovém kontraktu s bankou. Riziko se tedy přeneslo na banku.

Na tomto místě si je třeba také povšimnout jiné skutečnosti – počáteční investice vs. případný zisk / ztráta. Vycházíme-li z didaktického příkladu výše, je počáteční investice obou stran forwardového kontraktu nulová. Zisk i ztráta ovšem mohou být zásadní (o to zásadnější oproti počáteční investici). Naopak u poskytnutého úvěru je počáteční investice značná, úroky (tedy zisk z této investice) tvoří pouhý zlomek počáteční investice. Na tomto je tedy jednoduše lustrovatelné, k čemu mohou finanční deriváty vést – k velkým ziskům i k velkým ztrátám.

---

<sup>135</sup> Tento příklad je třeba brát jakožto zcela didaktický, osvětlující pouze základní mechanismy forwardů. Ve skutečnosti je třeba brát v úvahu zejména hodnotu peněz do budoucna (zjednodušeně míru jejich zúročení). Proto je třeba, počítáme-li s „budoucími“ penězi v současnosti, tyto diskontovat. Dále by v tomto případě banka nepřistoupila na takto nastavené podmínky, tato čísla byla záměrně zvolena tak, aby co nejjednodušeji ukazovala jednotlivé modelové situace v závislosti na vývoj nejisté úrokové míry.

FRA nejsou jedinými úrokovými forwardy. V zásadě lze aplikovat forward na jakýkoli právní vztah, ve kterém hraje roli úroková míra (která je nějakým způsobem do budoucna nejasná). Takto rozeznáváme dále například forwardový termínový vklad, úvěr či půjčku (tzv. „*forward-forward agreement*“, také FFA) či forwardovou koupi nebo prodej dluhového cenného papíru („*forward purchase or sale of debt security*“). Tyto forwardy se v zásadě od sebe liší pouze co do instrumentu, který v sobě obsahuje úrokovou míru a její závislost na zisk / plnění jedné strany. Z ekonomického pohledu se na tyto forwardy aplikuje stejný princip jako na FRA.<sup>136</sup>

Ad (ii): měnový forward pracuje na obdobném principu jako FRA. Neznámou veličinou je zde ovšem měnový kurz, který se stejně jako úroková míra určená odkazem na mezibankovní úrokové míry, stále vyvíjí. Strany měnového forwardu si určí jeden kurz (tzv. forwardový kurz), od kterého se v budoucnu bude odvíjet vypořádání. Tento kurz je tedy paritní, hrazena je pouze diference oproti této paritě. Měnový forward slouží taktéž jak k hedgingu, tak ke spekulaci. Z hlediska hedgingu jej využívají například společnosti obchodující na různých trzích s různými měnami.

Z hlediska ekonomického se jedná opět o výměnu pevně dané částky dle pevně stanoveného kurzu v přítomnosti za nejistou částku dle budoucího kurzu. Opět se hradí pouze rozdíl, tudíž platí obdobně to, co bylo uvedeno o FRA.

Měnový forward (anglicky „*currency forward*“, „*FX forward*“) je velice oblíbeným instrumentem k zajištění kursového rizika. Proto je tento instrument v portfoliu snad každé větší banky. Vedle klasického měnového forwardu můžeme rozeznávat např. tzv. NDF („*non-deliverable Forward*“), což je forward, který je namísto dvou plateb (měna prodávaná a měna nakupovaná) vypořádán jednostrannou kompenzační platbou ve vedlejší nebo sjednané měně, odvozenou od sjednané nominální částky a rozdílu mezi kurzem forwardového obchodu a fixačním kurzem, který byl stranami forwardového obchodu dohodnut. Dále můžeme rozeznávat tzv. Americký forward, ve kterém je možné vypořádání kdykoliv v rámci zvoleného měsíce. Jak v této práci již bylo vícekrát uvedeno, jsou finanční deriváty rychle se vyvíjející kategorií. Proto je nabídka bank a finančních institucí zejména s ohledem na

---

<sup>136</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, s. 178. ISBN 80-

zajištění kursového rizika vskutku obsáhla. Nadto jsou tyto finanční produkty stále aktualizovány a orientovat se v nich je vskutku obtížné.<sup>137</sup>

Ad (iii): jak jsme si potvrdili u měnového a úrokového forwardu, je třeba, aby jedna veličina tvořící jistou finanční částku byla do budoucna nejistá. V případě akciového forwardu („*equity forward*“) je to právě samotná cena akcie. Tato akcie samozřejmě musí být obchodovaná na regulovaném trhu. Strany si dohodnou forwardovou cenu akcie, dle které se bude forwardový obchod vypořádávat. Na akciovém forwardu lze demonstrovat „odcizení“ derivátového instrumentu od jeho podkladového aktiva (zde akcie). Vlastník akcií má totiž (mimo jiné) právo na podíl na zisku (dividendu). Vlastník akcie, v případě že se v budoucnu bude chtít akcie zbavit, si může cenu „zajistit“ pomocí akciového forwardu. Tento forward mu v případě poklesu ceny akcie uhradí právě tento rozdíl. Ovšem vlastník akcie je po celou dobu běhu forwardového kontraktu vlastníkem, to znamená, že mu, *inter alia*, plynou případné dividendy. Lze tedy uzavřít s tím, že derivátové obchody využívají podkladové aktivum pouze jakožto ukazatel nabízející jistý referenční údaj.

Ad (iv): komoditní forward je (s odkazem na výše uvedené) nejstarším finančním derivátem. Dokud tyto deriváty sloužily k zajišťování stabilních a předvídatelných cen, plnily zcela svůj účel. Avšak spekulace na tyto forwardy (a o to více na komoditní futures) vedou ke změnám spotových cen základních komodit, které jsou zejména pro třetí svět nezbytné.

Ad (v): u úvěrového forwardu je variabilní veličinou míra úvěrového selhání referenčního subjektu. Tento forward má velký význam pro tzv. CDS, jak bude uvedeno dále.

Závěrem lze tedy shrnout, že forwardy tvoří základní typ pevných termínovaných operací. Pochopení jejich principu je pro další pochopení futures a swapů nezbytné. K obecné charakteristice a rizikům forwardových obchodů také patří to, že se vypořádávají při splatnosti celého kontraktu (na rozdíl od futures, viz dále). Dalším podstatným rizikem forwardových obchodů je riziko selhání partnera



(tzv. „*default*“), tedy situace kdy druhá strana není s to plnit. Samozřejmě je toto obvyklé podnikatelské riziko, avšak u forwardových obchodů – jelikož jsou uzavírány s vypořádáním do budoucna – je toto riziko o to vyšší.

## 2.6.2 Futures

Z hlediska vývojového jsou futures<sup>138</sup> mladší a novější finanční instrumenty než forwardy. Jelikož futures vzešly z forwardů, mají tyto dva finanční deriváty mnoho společného. Z tohoto důvodu se dále zaměřím zejména na jejich rozdíly, jelikož opakovat některé pro oba dva finanční deriváty společné principy by bylo redundantní.

Stejně jako forwardy využívají futures obdobná podkladová aktiva, tudíž je můžeme dělit na: (i) úrokový futures, (ii) měnový futures, (iii) akciový futures, (iv) komoditní futures a (v) úvěrový futures.

Jedním z nejzákladnějších rozdílů mezi forwardy a futures je místo jejich obchodování. Forwardy jsou klasické OTC deriváty, futures se oproti tomu obchodují na oficiálních burzách (většinou to bývají tzv. derivátové burzy, samostatné burzy – jako je tomu například v USA, nebo se futures mohou obchodovat na platformě „klasické burzy“, která přidává futures jakožto další investiční instrument<sup>139</sup>).

Dalším zásadním rozdílem je fakt, že futures jsou standardizovanými kontrakty (proč, bude uvedeno dále). Zatímco forward je smlouvou, ve které si strany *ad hoc* dojednávají podmínky, jsou u futures všechny podstatné náležitosti předem stanoveny. Takto standardně u futures nacházíme neměnně stanovené následující podmínky: (i) typ kontraktu, (ii) podkladová aktivum, (iii) hodnota kontraktu, (iv) poslední den obchodování, (v) den splatnosti, (vi) den konečného vypořádání, (vii) typ vypořádání, (viii) způsob vypořádání, (ix) denní cena vypořádání nebo např. (x) konečná cena vypořádání.<sup>140</sup>

---

<sup>137</sup> Jako příklad uveďme nabídku Komerční banky, viz <http://www.kb.cz/cs/firmy/firmy-s-obratem-nad-60-milionu/zajisteni-rizika/kurzove-riziko/index.shtml> [cit. 2012-09-24]; jen tato nabízí ke dvaceti různých kursových derivátů, které se mění v závislosti na podmínkách.

<sup>138</sup> Název futures (na okraj – futures je označení jak pro singulár, tak pro plurál) je odvozen z anglického „*future*“ = budoucnost.

<sup>139</sup> Dle stránek Burzy cenných papírů Praha je pro obchodování technicky využito prostředí systému SPAD viz <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Futures-Obchody> [cit. 2012-09-25].

<sup>140</sup> Viz BURZOVNÍ PRAVIDLA ČÁST XXIII. Standardizace futures kontraktů. Dostupné na stránkách BCPP.

Tato standardizace se vyvinula postupem času z komoditních forwardů. V zásadě umožňuje standardní burzovní obchodování, kterému napomáhá systém tzv. tržního přečtení („*making-to-market*“) a každodenního vypořádání. Tento systém umožňuje získat aktuální cenu futures. V tomto lze spatřovat další zásadní rozdíl oproti forwardům, kdy se ceny forwardů vypořádávají až ke dni splatnosti forwardu. Futures se vypořádávají neustále. Proto je třeba složit na počátku koupě či prodeje futures tzv. marži („*margin*“), kterou je poté třeba udržovat. Tato marže slouží k vypořádávání cen futures. V průběhu obchodování futures můžeme pozorovat vícero marží: (i) „*initial margin*“, počáteční marže – základní marže, která se skládá při vstupu do futures obchodu, (ii) „*maintenance margin*“ – udržovací marže – tuto marži musí účastník futures obchodu udržovat po celou dobu futures obchodu a (iii) tzv. variační marži - rozdíl od minulého tržního ocenění představuje variační marži. Požadavky na člena clearingového centra určité derivátové burzy plynoucí z variační marže se realizují prostřednictvím maržových výzev (tzv. „*margin call*“).

Výše uvedené lze demonstrovat na didaktickém příkladu: spekulant uzavře forwardový obchod na prodej komodity – na příklad 10 000 trojských uncí za cenu 5 USD / za troskou unci s datem vypořádání za rok. Po roce je cena trojské unce 6 USD, tedy spekulant musí nakoupit na spotovém trhu 10 000 trojských uncí za 6 USD a prodat je pouze za 5 USD za trojskou unci. Ať už by došlo k vypořádání pouze zisku nebo i dodání, tratil by spekulant na této operaci 10 000 USD. Tuto ztrátu by ovšem musel uhradit až v den vypořádání forwardu.

Pokud by ovšem výše uvedený příklad nastal na trhu futures, pak by byl onen spekulant povinen jednak uhradit tzv. „*initial margin*“ (počáteční marži) a dále by po tzv. „*margin calls*“ musel doplňovat tzv. variační marži do výši výše uvedených 10 000 USD, která se rovná konečné ceně vypořádání. Z výše uvedeného je patrné, že z pohledu uhrazení ztráty subjektu, který uzavřel finanční derivát, jsou forwardy daleko rizikovější nežli futures.<sup>141</sup>

Dalším zásadním bodem futures obchodů existence tzv. clearingového centra. Jak k tomuto uvádí odborná literatura: „Důležitým prvkem obchodování s futures je

clearingové centrum, které vlastně představuje třetí stranu transakce (vedle kupujícího a prodávajícího), vůči níž plní prodávající i kupující své povinnosti. K zajištění splnění podmínek kontraktů futures slouží pravidelné tržní přeceňování (tzv. „*marking to market*“), na jehož základě na konci každého obchodního dne držitel kontraktu futures dorovnává (nebo mu naopak je dorovnáván) denní rozdíl v běžném tržním kurzu takového kontraktu futures. Prakticky se tak děje pomocí depozita, které účastník trhu s futures skládá předem u clearingového centra na svůj tzv. marginový účet (v angličtině „*margin account*“). Toto depozitum (v angličtině „*margin*“) činí určitou (relativně malou) část nominální hodnoty nakupovaných futures a po složení tohoto depozita v počáteční výši (tzv. „*initial margin*“) se částky každodenního tržního přeceňování k tomuto depozitu jednoduše přičítají nebo od něj odčítají. Pokud stav na marginovém účtu poklesne pod minimální požadovanou hodnotu (tzv. „*maintenance margin*“), je účastník trhu s futures vyzván (tzv. „*margin call*“), aby doplnil chybějící peněžní prostředky. Pokud tak neučiní, dojde k nucenému vypořádání (tzv. „*margin close*“) jím držených futures a tyto kontrakty se zruší.<sup>142</sup> Existence clearingového centra je důležitá i z právního pohledu. Zatímco u forwardů byly jednotlivými stranami kontraktu tzv. kupující a prodávající forwardu, u futures je z právního hlediska tento vztah rozdělený, tedy kupující futures uzavírá obchod s clearingovým centrem, prodávající činí totéž. Z tohoto pohledu by se mohlo zdát, že clearingové centrum se účastní také derivátových obchodů. Avšak clearingové centrum ve skutečnosti nezaujímá na derivátovém trhu žádnou pozici. Clearingové centrum totiž „páruje“ dlouhé a krátké pozice u futures, tedy pro každou stranu futures, která například očekává dodávku určité komodity, musí existovat partner, který tuto dávku nabízí. V zásadě se obě strany futures kontraktu ani nemusejí znát.

Samotná existence clearingového centra poskytuje – díky systému udržování marží – stranám futures kontraktů jistotu dodržení těchto kontraktů.

V českém právu jsou služby clearingových center dostatečně inkorporovány. § 193 ZPKT upravuje takzvané závěrečné vyrovnání (používá se i „závěrečné

---

<sup>141</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, s. 189 ISBN 80-247-0342-4.

vypořádání“ , „vyrovnání“ je ovšem legální pojem, anglicky „close-out netting“<sup>143</sup>). Dle ZPKT je závěrečné vyrovnání ujednání smlouvy (viz dále výklad u swapů) sjednané podle českého nebo zahraničního práva: (i) které lze doložit písemně, popřípadě záznamem, který umožňuje reprodukci v nezměněné podobě, (ii) které se vztahuje na pohledávky smluvních stran, včetně příslušenství těchto pohledávek, které lze zajistit finančním zajištěním podle zákona upravujícího finanční zajištění, a na pohledávky, včetně příslušenství těchto pohledávek, z finančního zajištění nebo z obdobného právního vztahu podle zahraniční právní úpravy a (iii) podle kterého v případě, že nastane dohodnutá skutečnost, dojde k zániku a nahrazení závazků, které odpovídají pohledávkám uvedeným ad (ii), nebo k započtení dosud nesplatných, popřípadě i splatných, pohledávek ad (ii) tak, že výsledkem bude jediná pohledávka jedné smluvní strany a jí odpovídající závazek druhé smluvní strany uhradit výslednou částku.

Dle § 2 zákona č. 408/2010 Sb., o finančním zajištění se pohledávkou finančního charakteru myslí pohledávka z obchodů, jejichž předmětem jsou peněžní prostředky, investiční nástroje, povolenky na emise skleníkových plynů nebo komodity, jakož i práva a pohledávky s těmito obchody související (tedy i finanční deriváty).

„Ekonomickým účelem institutu závěrečného vyrovnání je umožnit smluvním stranám, které mají více vzájemných pohledávek, aby v případě, že nastane určitá dohodnutá skutečnost, došlo k nahrazení těchto pohledávek pohledávkou jedinou, resp. k započtení pohledávek tak, že výsledkem je plnění, které představuje saldo pohledávek, jež jsou předmětem závěrečného vyrovnání“.<sup>144</sup> V zásadě ZPKT pouze pojmenovává závěrečné vyrovnání. Jeho konsekvence jsou však obsaženy v dalších zákonech. Zejména je třeba zmínit zákon č. 182/2006 Sb., o úpadku a způsobech jeho řešení (insolvenční zákon) - § 365 odst. 2 a 3, které vylučují aplikaci insolvenčního zákona na tyto typy pohledávek. Tento zákon operuje s pojmem vypořádací systémy, kterými jsou „ve smyslu insolvenčního zákona a podle logiky zákona o podnikání na kapitálovém trhu obecně systémy zajišťující zúčtování vzájemných pohledávek a závazků z obchodů

---

<sup>142</sup> BAKEŠ, Milan, a kol. *Finanční právo*. 6., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2012, s. 429, Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-80-7400-801-6 (Váz.).

<sup>143</sup> Blíže viz např. DONOHUE, Jennifer, PUNJA, Rajiv. Can we play too? ISDA, insurers and close-out netting. *Journal of International Banking and Financial Law*, 2010, Volume 25/Issue 8, s. 466.

s investičními nástroji. Jde tedy o systémy, pomocí kterých profesionální investoři a poskytovatelé služeb působící na regulovaném kapitálovém trhu provádějí vypořádání realizovaných transakcí. Jejich seznam je zveřejňován Českou národní bankou.<sup>145</sup>

Z výše uvedených informací o speciálním postavení pohledávek, která vznikají z futures a které jsou zúčtovány clearingovými centry, vyplývá, že existence a práce clearingových center napomáhá právní (i ekonomické) jistotě obchodujících subjektů.

Krom výše uvedených rozdílů mezi forwardy a futures můžeme pozorovat ještě následující: (i) právní regulace, (ii) finanční náročnost, (iii) cenová omezení a (iv) stanovení cen.

Ad (i): na rozdíl od neregulovaných OTC trhů, na kterých se uzavírají forwardy, jsou futures uzavírány na regulovaném trhu (na burzách). V České republice je tento trh regulovaný ZPKT. Samotná regulace spadá na vícero oblastí, na příklad uveďme kapitálové požadavky na burzy a na clearingová centra. V případě OTC forwardů žádné takovéto požadavky zákon (ZPKT) nepožaduje.

Ad (ii): forwardy jsou v zásadě smlouvy, které se uzavírají bezplatně. Pokud jej ale bude uzavírat např. banka s podnikatelem, je podnikatelovým „poplatkem“ vhodnější nastavení forwardové ceny pro banku. Oproti tomu u futures se platí standardní makléřské poplatky dle sazebníku jednotlivých burz (toto je zcela logické, jelikož je administrace futures – viz tržní přeceňování – finančně a časově náročná již v průběhu trvání futures).

Ad (iii): burzy mohou dle předem stanovených podmínek určit limity obchodování s futures, což u forwardů není možné.

Ad (iv): ceny futures (na rozdíl od forwardových cen) jsou i jistým vodítkem pro budoucí vývoj spotových cen do budoucna. Futures ceny totiž udávají očekávání trhu. Samozřejmě tato metoda není jediná možná.

---

<sup>144</sup> HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vydání Praha : C. H. Beck, 2012, s. 958.

<sup>145</sup> KOTOUČOVÁ, Jiřina. a kol. *Zákon o úpadku a způsobech jeho řešení (insolvenční zákon)*. Komentář. 1. vydání. Praha : C. H. Beck, 2010, s. 851.

### 2.6.3 Opce

Jak bylo uvedeno výše, jsou opce základním stavebním kamenem opčních termínovaných operací. Dle komentáře k českému účetnímu standardu je opce „kontrakt, jehož zakoupením získává subjekt právo (ne však povinnost) na realizaci určitého obchodu v budoucnosti za předem sjednaných podmínek. Opce mohou nést právo nakoupit či prodat určitý podkladový nástroj (např. akcie, měnu, dluhopisy) v budoucnosti, nebo například právo na plnění úrokového rozdílu vzniklého ze změn úrokových sazeb, překročí-li určitou sjednanou hranici“<sup>146</sup>.

Z této definice je třeba zdůraznit skutečnost, že opce je ve své podstatě právo<sup>147</sup>, ne povinnost. Proto se u opcí hovoří o tom, že si strany opčního kontraktu nejsou rovny. Opce teda dává jedné straně právo v určitý časový moment v budoucnu využít právo, které si strany dohodly při uzavírání opčního kontraktu. Existuje vícero modalit, nejstandardnější ovšem je právo na koupi (tzv. call opce) a právo na prodej (tzv. put opce). Analyzujeme-li ovšem výše uvedenou definici, je zřejmé, že není úplná. Při tomto modelu by jedna strana opce byla zvýhodněna – mohla by si totiž vybrat, zda své právo uplatní, či nikoli. Tato situace bez dalšího by byla ovšem ekonomicky zcela nevýhodná. Proto strana opce, která má v budoucnu právo uplatnit své dohodnuté právo, musí hradit druhé straně opce tzv. opční prémii. Opční premie je tedy fixně stanovený poplatek, kterým si majitel opce vlastně platí právo opci využít či nikoli. Opční premie také hraje rozhodující roli při výpočtu zisků a ztrát vyplývajících z dané opce.

Opce jsou obchodovány jak na OTC trzích, tak i na burzách. Dle splatnosti dělíme opce na (i) americké a (ii) evropské; možné stanovení termínu splatnosti (kdy lze opci uplatnit dle předešlých dvou kategorií) je zpravidla dvojit:

- (i) časovým intervalem počínajícím dnem uzavření opční smlouvy a končícím přesně vymezeným datem v budoucnosti (americká opce), nebo
- (ii) pevným datem v budoucnosti (evropská opce).

Z výše uvedeného se podává, že americký způsob je mnohem rizikovější a že dává větší prostor spekulacím, neboť opci lze uplatnit kdykoli v době její splatnosti

---

<sup>146</sup> MÜLLEROVÁ, Libuše, VOMÁČKOVÁ, Hana, DVOŘÁKOVÁ, Dana. *Účetní předpisy pro podnikatele*. 3. aktualizované vydání, ASPI, 2009, s. 367.

<sup>147</sup> „Option“ znamená mimo jiné anglicky možnost, volba, varianta, alternativa nebo verze.

(evropskou jen k jednomu datu vypršení splatnosti). Na burzách se proto zpravidla obchodují opce americké.<sup>148</sup> Z dnešního pohledu je geografické rozdělení již obsoletní, oba dva typy se samozřejmě obchodují na obou kontinentech.

#### 2.6.4 Ostatní finanční deriváty a jiné

Mimo výše uvedených základních typů finančních derivátů existují i jiné. V této subkapitole zmíním pro utvoření komplexnějšího přehledu ještě: (i) warranty, a dále instrumenty podobné či zaměnitelné s finančními deriváty, a to (ii) maržové obchody, (iii) spread betting a (iv) debt-to-equity swap.

Ad (i): warranty<sup>149</sup> jsou instrumenty velice podobné opcím. V zásadě mají stejný obsah a liší se pouze v jednotlivostech (warranty jsou spíše OTC instrumenty, i když ani to již není pravidlem; u warrantů zpravidla dochází k tzv. ředění/rozředění akcií / „*stock dilution*“, což znamená, že se u warrantů vydávají nové akcie, zatímco opce jsou vázány na již emitované akcie; warranty mívají delší dobu splatnosti). Obecně tedy lze říci, že warranty jsou cenné papíry derivátového typu opravňující k nabytí podkladových aktiv jako např. akcií, dluhopisů nebo jiných investičních nástrojů. Nákupem warrantu majitel získává právo koupit („*call warrant*“) anebo prodat („*put warrant*“) určité množství podkladového aktiva (typicky akcie) k předem stanovenému termínu, za předem určenou cenu. To znamená, že vlastník warrantu má právo, nikoliv povinnost koupit, případně prodat podkladové aktivum. Pokud se rozhodne tohoto práva využít (tzv. uplatnění warrantu) získá podkladové aktivum. V pozici emitenta vystupují zpravidla velké mezinárodní finanční instituce, jelikož pouze ty dodávají na OTC trzích důvěru v dodržení warrantu. Obecně se však česká právní věda s kategorizací warrantu ještě uspokojivě nevypořádala.<sup>150</sup>

---

<sup>148</sup> DĚRGEL, Martin. Deriváty v praxi. *Účetnictví v praxi*, Wolters Kluwer ČR, 2002/4, s. 20.

<sup>149</sup> Slovíčko „*warrant*“ má v angličtině více významů: záruka, zatykač, uznat, ubezpečit, plná moc, skladní list, oprávnění.

<sup>150</sup> Důvod je nasnadě – jedná se o anglo-americký právní pojem, které české právo jednoduše nezná. Ovšem mezinárodní obchodní svět jej používá naprosto běžně, tudíž do České republiky byl tento termín implementován. Z hlediska českého práva bychom si vystačili s opcí. Viz „Vycházejí z jeho širokého anglického pojetí jako průkazu určitého oprávnění, pak se též warrant vymezuje jako v listině ztělesněná jakákoli call- nebo put- opce.“ a „V naší literatuře jsou však tyto warranty chápány úžeji jako akciové opční listy typu cenného papíru ztělesňujícího dlouhodobou americkou call-opci většinou emitovanou společností na její vlastní kmenové akcie. V této podobě se totiž na

Ad (ii): maržové obchody („*margin trading*“) v jistých ohledech splňují definiční znaky finančních derivátů; dochází u nich k významnému pákovému efektu („*leverage effect*“), tedy obchodování s nimi může vést k velkým ziskům i k velkým ztrátám. Dále je pak u maržových obchodů nutná o poznání menší počáteční investice než u běžného investování, což je taktéž jeden ze znaků finančních derivátů. Zásadním rozdílem však je skutečnost, že u maržových obchodů investor nabývá vlastnictví k samotnému instrumentu, u finančních derivátů se jejich hodnota derivuje z hodnoty podkladového aktiva. Maržový obchod tedy funguje tak, že si investor na část investice půjčí. Tato investice je posléze zajištěna samotnými nabytými aktivy. Obecně to tedy znamená, že i s malým počátečním kapitálem lze dosáhnout velkých (v porovnání s počáteční investicí i mnohonásobných) zisků, ale i ztrát. Závěrem lze tedy shrnout, že z výše uvedených důvodů maržové obchody nelze subsumovat pod finanční deriváty. Z hlediska českého práva jsou maržové obchody podřazeny dle § 4 odst. 3 písm. b) ZPKT pod doplňkové investiční služby. ZPKT je blížeji definuje jako poskytování úvěru nebo půjčky zákazníkovi za účelem umožnění obchodu s investičním nástrojem, na němž se poskytovatel úvěru nebo půjčky podílí.

Ad (iii): vedou-li se v akademických kruzích dispute nad otázkou, zda-li jsou finanční deriváty sázkou a hrou, pak se „*spread betting*“<sup>151</sup> nikterak „nepřetvařuje“. V zásadě se jedná o sázku na vývoj kurzu (nejčastěji akcií nebo burzovních indexů). Tento druh sázení je oblíbený zejména ve Velké Británii, kde je dozorován i tamějším orgánem dohledu.<sup>152</sup> Ačkoli *spread betting* svou podstatou vystihuje spekulace na derivátových trzích, nejedná se o skutečný finanční derivát.

Ad (iv): debt-to-equity swap (někdy debt-equity swap) může svým názvem připomínat swapy (tedy finanční deriváty). Ovšem o finanční derivát se nejedná. Debt-to-equity swap (česky alternativně používáno též „kapitalizace pohledávky“) je název

---

kapitálovém trhu nejčastěji vyskytují.“ RABAN, Přemysl. Warrantly v našem právu. *Právní rozhledy*. 6/2003, s. 270.

<sup>151</sup> „*Spread*“ znamená rozpětí (jedná se o rozdíl mezi cenou poptávky a cenou nabídky); „*betting*“ znamená anglicky sázet.

<sup>152</sup> Srovnej k tomuto zprávu FSA („*Financial Services Authority*“) o stavu „*spread betting*“ trhu a jeho provozovatelích, viz [http://www.fsa.gov.uk/pages/doing/regulated/promo/thematic/spread\\_betting.shtml](http://www.fsa.gov.uk/pages/doing/regulated/promo/thematic/spread_betting.shtml) [cit. 2012-10-24].



pro operaci užívanou v korporátním právu pro situaci, kdy věřitel převede pohledávku vůči společnosti na vlastnický podíl v této společnosti. Obvykle se děje buď formou vzájemného započtení pohledávky vůči emisnímu kurzu akcií, nebo jako nepeněžitý vklad pohledávky do společnosti.<sup>153</sup>

---

<sup>153</sup> Debt-to-equity swap je poměrně obsáhle rozebírán v odborné literatuře, viz například: ELIÁŠ, Karel. K některým otázkám spojeným s kapitalizací pohledávek. *Ad Notam*. 4/1999, s. 67. nebo VESELÝ, Jan, ŠIMKOVÁ, Radka. Kapitalizace pohledávek a problémy s ní spojené. *Právní rozhledy*. 12/1998, s. 608.

### 3 SWAPY

Necht' tato kapitola začne citátem jednoho z nejznámějších finančníků světa, „věštce z Omahy“, Warrena Buffetta: „Deriváty jsou finanční zbraně hromadného ničení“<sup>154</sup>. Toto sdělení vyslal Warren Buffet akcionářům jeho investiční společnosti Berkshire Hathaway Inc. v dopise akcionářům v roce 2002 (!), tedy daleko předtím, než vypukla finanční krize.<sup>155</sup>

Zařazení tohoto citátu právě na toto místo rigorózní práce není samoučelné. Jak bude dále ukázáno v této a další kapitole, sehrály zejména swapy významnou roli v prohloubení finanční krize. Rizika s nimi spojená budou popsána v následujících kapitolách.

#### 3.1 Charakteristika swapů

Swapy<sup>156</sup> jsou nejvíce inovativním typem ze základních typů finančních derivátů. Na finanční scéně se objevily až relativně pozdě - v 80. letech 20. století.<sup>157</sup> O několik let později (2000) se o swapech hovoří jakožto o „standardním repertoáru bank“.<sup>158</sup> Svou podstatou „zmuťovaly“ do podoby, která má s původními deriváty (vzpomeňme na příklady s koupí kukuřice mimo sezónu z 19. století - příklad uvedený v předešlém výkladu v této práci) pramálo společného.

Úvodem zmiňme několik definic swapů: „Swap lze stručně charakterizovat jako výměnu dvou rozdílných peněžních toků mezi dvěma (výjimečně i více) subjekty (nazývanými swapoví partneři) ve smluveném období. Peněžními toky se rozumí platby např. úroků z úvěrů, půjček a dluhopisů a swapová transakce je vlastně výměna

---

<sup>154</sup> Celá věta zní: „In our view, however, derivatives are financial weapons of mass destruction, carrying dangers that, while now latent, are potentially lethal.“ tedy „dle našeho pohledu jsou ovšem deriváty finančními zbraněmi hromadného ničení, které v sobě nesou nebezpečí, které je nyní (rok 2002 pozn.) skryté, ale potencionálně smrtelné“. Jak prorocké.

<sup>155</sup> BUFFET, Warren. *Chairman's Letter*. 2002, dostupné například zde: <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2002pdf.pdf> [cit. 2012-11-12].

<sup>156</sup> Anglicky znamená „swap“ vyměnit, vyměnit si, prohodit si a podobně.

<sup>157</sup> LENENBACH, Markus. *Kapitalmarkt- und Börsenrecht*. 1. vydání Köln: RWS Vlg Kommunikationsforum, 2002. s. 275.

<sup>158</sup> MAULSHAGEN, Almut, MAULSHAGEN, Olaf. *Rechtliche und bilanzielle Behandlung von Swapgeschäften. Betriebs-Berater*, 2000, Heft 5, s. 243.

ekonomického dopadu závazku k platbám těchto úroků (pasivní swap) nebo pohledávek k jejich inkasu (aktivní swap). V důsledku swapové transakce nedochází k záměně dlužníků či věřitelů původního obligačního vztahu z právního hlediska, tito dlužníci (v případě pasivního swapu) nebo věřitelé (v případě aktivního swapu) si pouze separátní dohodou mezi sebou (bez účasti druhých stran, tedy věřitelů, resp. dlužníků, původních obligačněprávních vztahů) vyměňují své ekonomické pozice a rizika.<sup>159</sup>

Dle jiné definice jsou swapy: „Obchody (operace), při kterých se strany zavazují k budoucí výměně určených cenných papírů či jiných aktiv ve sjednané době“.<sup>160</sup>

ČNB pro účetní a ekonomické účely definuje swapy jako „OTC derivát s vypořádáním podkladových nástrojů ve více okamžicích v budoucnosti“.<sup>161</sup>

Velice trefně pojmenovává swapy i Prof. Jílek: „Swap je OTC derivát s vypořádáním podkladových nástrojů v budoucnosti. Obvykle se jedná o vypořádání v hotovosti. Prakticky se jedná o kontrakt na výměnu podkladových nástrojů k určitým okamžikům v budoucnosti, tj. představuje několik forwardů s postupnou výměnou podkladových nástrojů“.<sup>162</sup>

Anglická literatura swapy charakterizuje lakonicky: „Swap je smlouva mezi dvěma subjekty o výměně cash flow (peněžních toků) v budoucnu“.<sup>163</sup>

Pro další výklad tedy shrňme, že swapy jsou OTC smlouvou o výměně nejméně dvou peněžních toků v budoucnu mezi nejméně dvěma smluvními partnery s vypořádáním zpravidla ve více okamžicích.

Na tomto místě je třeba upozornit na čistě ekonomický rozměr swapu ve vztahu k podkladovému aktivu. Tedy z právního hlediska jsou oba partneři právně zavázáni plnit, případně jinak nakládat s podkladovým aktivem, pouze si mezi sebou vymění jisté peněžní toky (ať již to jsou úroky, změny kurzů či jiné). To že jeden partner plní to, co by měl plnit druhý partner je z právního hlediska irelevantní, respektive swapové

---

<sup>159</sup> BAKEŠ, Milan, a kol. *Finanční právo*. 6., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2012, s. 434, Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-80-7400-801-6 (Váz.).

<sup>160</sup> ŠTENGLOVÁ, Ivana in HENDRYCH, Dušan. *Právnický slovník*. 3., podstatně rozš. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2009, s. 1115. Beckovy odborné slovníky. ISBN 978-80-7400-059-1 (Váz.).

<sup>161</sup> ČNB, *Druhy cenných papírů a odvozených kontraktů (derivátů)*, číselník BA0088, strana 5.

<sup>162</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, s. 50. ISBN 80-247-0342-4.

<sup>163</sup> HULL, John. *Options, Futures, and Other Derivatives*. 7. vydání. New Jersey: Prentice Hall, 2008, s. 147.

smlouvy jsou konstruovány tak, aby se jednalo o čistě výměnu peněžních toků, tedy „výsledků“ pramenících z podkladových aktiv.

Z hlediska právní teorie se můžeme ptát, zda-li se u swapu nejedná o: (i) kupní smlouvu, (ii) směnu, nebo (iii) změnu v osobě věřitele nebo dlužníka.

Ad (i): kupní smlouva je jedním ze základních právních institutů - „Zakládá mezi smluvními stranami závazkový právní vztah, jehož účelem je převod vlastnictví z prodávajícího na kupujícího“<sup>164</sup>. U swapových operací se ovšem žádné vlastnické právo nepřevádí. Nutno podotknout, že se pojem „kupující“ a „prodávající“ u swapů ve finančnickém žargonu běžně používá. S kupní smlouvou toto ovšem nemá nic společného.

Ad (ii): o poznání blíže swapům je směnná smlouva. „Účelem směnné smlouvy je vzájemný převod vlastnictví nejméně ke dvěma předmětům směny. Každý z účastníků je ohledně věci, k níž převádí vlastnické právo, v postavení prodávajícího a ohledně věci, k níž nabývá vlastnické právo, v postavení kupujícího“.<sup>165</sup> Z hlediska faktického plnění swapové smlouvy, se jedná o směnu dvou předmětů směny. Ovšem opět (obdobně jako ad (i)) zde chybí transfer vlastnického práva. Strany se pouze dohodnou, že si vymění peněžní toky.

Ad (iii): OZ rozeznává vícero změn v osobě věřitele nebo dlužníka. Takové, které se mohou podobat swapovým operacím, jsou: postoupení pohledávky (§ 524- 530 OZ), převzetí dluhu (§ 531-532 OZ) a přistoupení k závazku (§ 533 -534 OZ). Jen pro úplnost, tyto operace budou s NOZ zjednodušeny tím, že bude *konečně* možné postoupit celou smlouvu, tedy neseparovat práva (postoupení pohledávky) a povinnosti (převzetí dluhu), viz § 1895 -1900 NOZ. Tyto změny obligačních subjektů ovšem při swapových operacích nenastávají. Naopak se swapovou smlouvou zakládá závazek nový (který je sice roven původnímu závazku druhé strany), avšak svůj právní podklad nemá v podkladovém aktivu - to slouží pouze jako rozhodující ukazatel / činitel pro budoucí plnění stran swapového obchodu.

---

<sup>164</sup> ŠVESTKA, Jiří, SPÁČIL, Jiří, ŠKÁROVÁ, Marta, HULMÁK, Milan a kol. *Občanský zákoník I, II: komentář*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, s. 1718, Velké komentáře. ISBN 978-807-4001-086.

<sup>165</sup> FIALA, Josef, KINDL, Milan, HURDÍK, Jan, a kol. KWK - Občanský zákoník, komentář v ASPI, 2009, k § 611 OZ.

Lze tedy shrnout (a potvrdit tím závěr z kapitoly 2.4.1), že swapy jsou inominátními smlouvami, které sice vykazují prvky některých institutů OZ, v zásadě však jsou z právního hlediska závazky smluvních stran plnit jistá plnění. Způsob výpočtu těchto plnění je oproti tomu navýsost sofistikovaným ekonomickým komplexem, který, ač se snaží svojí komplexností vzbudit pocit exaktnosti a profesionality, svou povahou hraničí (spíše je) s hrou a sázkou. Ke stejnému závěru ohledně právního zařazení swapů dochází ostatně i německá literatura.<sup>166</sup>

### 3.1.1 Druhy swapů a jejich charakteristika

Jak uvedl ve své definici Prof. Jílek výše, jsou swapy tvořeny vlastně vícero forwardy s vícero vypořádáními v budoucnu. Z tohoto důvodu lze swapy kategorizovat dle stejného klíče, jako forwardy. Jelikož se ovšem forwardy v mnohém liší, zejména úvěrové swapy, dovolil jsem si oproti tradičnímu dělení pro účely této práce rozdělit swapy na: (i) standardní (úrokové, měnové, akciové a komoditní) a (ii) úvěrové swapy (které, jak bude dále osvětleno, jsou značně nestandardní).

### 3.1.2 Standardní swapy

#### 3.1.2.1 Úrokový swap

Úrokový swap („*interest rate swap*“, též „*IR swap*“) je výměnou (i) více pevných částek nebo (ii) více proměnných – v době uzavírání swapového kontraktu neznámých – částek za více proměnných – v době uzavírání swapového kontraktu neznámých – částek. Na jedné straně tedy musí být nabízena nejistá variující částka. Podle toho, zda-li je druhá částka pevně stanovená nazývá se tento úrokový swap klasický<sup>167</sup> („*classic interest rate*“ swap, též „*fixed-for-floating rate swap*“), pokud se vyměňují dvě neznámé částky, jedná se o tzv. bazický úrokový swap („*basic interest rate swap*“, též „*floating -for-floating rate swap*“).

---

<sup>166</sup> LENENBACH, Markus. *Kapitalmarkt- und Börsenrecht*. 1. vydání Köln: RWS Vlg Kommunikationsforum, 2002. s. 278.

<sup>167</sup> Ve finančním žargonu se tento (a i další základní typy) finančních derivátů označují jako tzv. „*plain vanilla*“, tedy „prostá vanilková“. Myšlen je tím vždy nejjednodušší a nejzákladnější typ jistého instrumentu.

Jelikož se jedná o úrokový swap, je referenčním (podkladovým) instrumentem pouze výše úroků, respektive jejich stanovení. Pro ilustraci si předvedme jeden opravdu jednoduchý klasický úrokový swap:

K 1. lednu 2007 se společnosti A a B se dohodnou na tříročním swapu. Podkladovým aktivem zde bude jedna fixní (5 % p.a.) míra a jedna proměnlivá („floating“) – např. 6M LIBOR úroková míra. Jakožto jistinu, ze které se bude úročit, si strany smluví 100 mil. USD. Vypořádávat se bude tento swap dvakrát ročně a vždy se bude porovnávat s aktuální výší 6M LIBOR. Společnost A tedy dle swapového kontraktu bude hradit nově fixní výši 5 % a společnost B bude hradit 6M LIBOR (pozn. v roce 2007 byla výše LIBOR opravdu takto – z dnešního pohledu – vysoká).

První splátka nastane tedy v půli roku 2007. Fixní částka bude činit polovinu z 5 % (5 % je per annum, proto polovina) vynásobeno jistinou, výsledně tedy 2,5 mil. USD. 6M LIBOR činil v této době cca 4,2 %, tedy  $0,5 * 0,042 * 100\,000\,000 = 2,1$  mil. USD. Tyto částky se vůči sobě započtou a společnost A hradící fixní částku uhradí společnosti B 0,4 mil USD. Níže je uvedena tabulka s veškerými platbami z pohledu společnosti A, která na sebe vzala riziko platby proměnlivé úrokové míry, kterou není sto ovlivnit:

<b>Datum</b>	<b>6M LIBOR (%)</b>	<b>Obdržená proměnlivá platba (mil USD)</b>	<b>Uhrazená pevná / fixní platba (mil USD)</b>	<b>Čistá platba po započtení (mil USD)</b>
30. 6. 2007	4,20	2,10	-2,50	-0,40
31. 12. 2007	4,80	2,40	-2,50	-0,10
30. 6. 2008	5,30	2,65	-2,50	0,15
31. 12. 2008	5,50	2,75	-2,50	0,25
30. 6. 2009	5,60	2,80	-2,50	0,30
31. 12. 2009	5,90	2,95	-2,50	0,45
<b>Celkem</b>				<b>0,65</b>

Z výše uvedeného vyplývá, že společnost A byla při prvních dvou vypořádání ve ztrátě, při dalších čtyřech naopak v černých číslech. Celkově na tomto swapu společnost A vydělala 0,65 mil USD.<sup>168</sup>

Příklad tohoto swapu je značně zjednodušen. V tomto swapu operují totiž pouze dvě společnosti. Samozřejmě není vyloučené, aby se tyto společnosti dohodly přesně tak, jak je uvedeno výše. Je to však krajně nepravděpodobné – proto zde často vystupuje třetí osoba – obecně nazývána jako prostředník („*financial intermediary*“). Jako prostředník může figurovat banka, či jiná finanční instituce nebo clearingové centrum. Tyto prostředníci vstupují mezi strany swapového obchodu tím, že vlastně tvoří oběma „původním“ subjektů protistrany. Tedy swapový obchod v této situaci neuzavírá přímo společnost A a společnost B, ale společnost A uzavírá swapový obchod s prostředníkem a prostředník uzavírá zrcadlový swapový obchod se společností B. Tímto se u prostředníka oba swapy započítávají a zúčtovávají. Prostředník tuto službu samozřejmě neposkytuje bezplatně, zpravidla si připočítává jistá (na první pohled) zanedbatelná procenta. S těmito procenty musí počítat strany při propočítávání předpokládaného zisku. Tudíž v těchto případech již neplatí situace, kdy je swap buď neutrální, nebo na něm vydělává pouze jedna strana na úkor strany druhé – v případě prostředníka může nastat situace, kdy na swapu prodělávají obě strany, pouze prostředník je ziskový.

Další funkce prostředníka je zprostředkovávání swapových partnerů. Prostředník také může u swapových obchodů vystupovat jako tzv. tvůrce trhu („*market-makers*“ – jak bylo podrobněji pojednáno v kapitole 2.3.3).

Analyzujeme-li úrokové swapy blíže, zjistíme, že tyto swapy umožňují převést riziko, případně rizika na smluvního partnera. Proto se obvykle v odborné literatuře uvádí, že úvěrové swapy slouží „k řízení úvěrového rizika“<sup>169</sup>. Je vždy na jednotlivých subjektech, zda-li do swapového kontraktu vstoupí či nevstoupí. Avšak swapy – a ze standardních swapů zejména úrokové swapy – mají jednu vlastnost: dovedou svým

---

<sup>168</sup> Z důvodu přehlednosti byla výše uvedená čísla zjednodušena. Viz HULL, John. *Options, Futures, and Other Derivatives*. 7. vydání. New Jersey: Prentice Hall, 2008, s. 149.

<sup>169</sup> JAHN, Uwe, in SCHIMANSKY, Herbert, BUNTE, Hermann-Josef, LWOWSKI, Hans Jürgen. *Bankrechts-Handbuch, Außerbörsliche Finanztermingeschäfte (OTC-Derivate)*. 3. vydání 2007, s. 1376.

způsobem legálně „obcházet“ smluvní ujednání a mechanismy, které tvoří jejich podkladové aktivum.

Stanovení úroku je sofistikovaný finanční úkon. V zásadě vychází nejvíce z úvěrové kredibility (schopnosti platit dluhy), která je stanovena ratingem určeným ratingovými agenturami a dalšími ukazateli<sup>170</sup>, které má budoucí věřitel k dispozici. Z těchto údajů pak určí budoucí věřitel úrokovou míru a nabídne jí budoucímu dlužníkovi. Pakliže je pro něj tento úrok akceptovatelný (odhlédneme-li od dalších podmínek úvěru / půjčky), dohodnou se na smlouvě. Obecně platí, že čím je budoucí dlužník co do kredibility rizikovější, tím větší je mu nabídnut úrok (tím má „dražší peníze“ ve finančním žargonu). Naopak krediblnější dlužník si může půjčit za nižší úrok. Dále je třeba rozlišovat mezi fixním a proměnlivým úrokem. Tento se liší v závislosti na jednotlivých subjektech – jiný slovy platí, že fixní a proměnlivé úroky se nerovnají (zejména proto, že proměnlivé úroky vznikají nezávisle na vůli subjektů). Tudíž mohou nastat situace, kdy některé společnosti dosáhnou na lepší fixní úvěr (zejména ty s lepším ratingem) a některé dosáhnou na lepší proměnlivý úrok. Tato diskrepance se nazývá „komparativní výhoda“ („*comparative-advantage*“).<sup>171</sup>

Úvěrový swap má tu vlastnost, že si subjekty v zásadě vymění své úrokové míry. To znamená, že i rizikovější subjekt co kredibility může dosáhnout na nižší (fixní) úrok, pokud si ovšem s krediblnějším partnerem z hlediska původního úvěru/půjčky dohodne takovýto swap. Krediblnější partner by byl samozřejmě krajně ekonomicky neobratný, kdyby bez dalšího vyměnil svůj dobrý fixní úrok za špatný úrok svého partnera. Naopak krediblnější partner má v těchto situacích větší možnost uzavřít pro něj výhodnější úvěrový swap. Má totiž větší manévrovací prostor. Proto může nastat situace, kdy méně krediblní subjekt dostane méně příznivý úvěr a zároveň vstoupí do riskantního, spekulativního swapu. Pokud u rizikového subjektu nenastane selhání („*default*“), je

---

<sup>170</sup> Zde se jedná o neohrazené množství informací (finanční výkazy, důležité právní dokumenty – korporátní, další financování, nakládání se zajištěním etc.), které věřitel má, případně mít může. Standardně se při úvěrových smlouvách sjednávají různé povinnosti ohledně reportování (předávání informací o dlužníkovi dlužníkem věřiteli). V závislosti na těchto informacích se mohou měnit i podmínky samotné smlouvy (např. snížení ratingu může být považováno za selhání (default) etc.).

<sup>171</sup> HULL, John. *Options, Futures, and Other Derivatives*. 7. vydání. New Jersey: Prentice Hall, 2008, s. 155.



situace v pořádku. Pokud ovšem nastane, mohou mít takovéto swapy za následek dalekosáhlejší následky kvůli propojenosti finančního systému (viz dále).

### 3.1.2.2 Měnový swap

Ve své podstatě je základem měnového swapu (též devizový swap, „*currency swap*“ nebo „*forward exchange swap*“ i „*FX swap*“) stejný princip jako u úrokového swapu. Jedná se o výměnu minimálně jedné dosud neznámé částky za jinou (známou či neznámou), přičemž vývoj neznámé částky je dán vývojem referenčního aktiva – měnového kurzu.

U měnového swapu můžeme tedy rozlišovat klasický měnový swap, křížový měnový swap („*cross-currency swap*“) a bázičkový měnový swap. Měnový swap je ovšem často součástí úrokového swapu, tedy nejen že lze kombinovat mezi sebou neznámé vzniklé vývojem úrokových indexů, ještě se velice často k těmto neznámým přidávají neznámé vzniklé z důvodu vývoje měnových kurzů.

Proto se jako klasický měnový swap uvádí situace, kdy jsou vyměňovány pevné částky v jedné měně za pevné částky odvozené od určité referenční úrokové míry, které jsou nenominovány v jiné měně. Křížový měnový swap je jakýmsi dalším stupněm, kdy jsou převáděny pevné částky v jedné měně za dosud neznámé částky odvozené od určité referenční úrokové míry, které jsou denominovány v jiné měně. Bazický měnovým swapem je pak výměna dosud neznámých částek (odvozených od úrokové referenční míry) v jedné měně za dosud neznámé částky taktéž odvozené od úrokových referenčních měr, a to v měně jiné.<sup>172</sup>

Odhlédneme-li od měnového swapu jakožto od další proměnné (čili potencionální umocnění zisku či ztráty) při úrokových swapech a necháme-li stranou „univerzální“ využití všech swapů – spekulaci, je měnový swap vhodným nástrojem k řízení likvidity podniku při nesouladu aktiv a pasiv účtů (prostředků) podniku v různých měnách. Představme si situaci, kdy subjekt podniká ve dvou státech a provádí své obchody ve dvou rozdílných měnách, a tedy vede i (minimálně) dva různé účty ve dvou rozdílných měnách. Dojde-li ovšem k neplánovanému poklesu cash-flow na

---

<sup>172</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, s. 333. ISBN 80-247-0342-4.

jednom z účtů a subjekt tak bude pociťovat krátkodobý nedostatek, může si dohodnout OTC měnový swap s dodáním jistin v jiné měně (typicky s bankou). Tím pokryje období bez jedněch devizových prostředků při minimalizaci úrokových nákladů a nákladů spojených s devizovou konverzí. Nese ovšem riziko výkyvu devizového kurzu.

### 3.1.2.3 Akciový swap

Akciový swap („*equity swap*“) je specifický svým podkladovým aktivem – akcií. Akcie totiž s sebou nesou mimo jiné dividendu (podíl na zisku). U akciového swapu je tedy kalkulováno jednak s cenou akcie, ale i s budoucí dividendou. Jedná se tedy o výměnu určitých pevných částek za akcie k určitým datům v budoucnu. Jinými slovy akciový swap může fungovat jako směna dvou druhů plateb (zpravidla v téže měně), z nichž první má charakter úrokové platby z určité jistiny za dané úrokové období a druhá je odvozena jako výnos (buď jen kapitálový, nebo celkový, tj. kapitálový i dividendový) z určitého akciového indexu za stejné období.<sup>173</sup>

Akciový swap nachází své využití ve specifických případech spojených s právy akcionáře. Jak již bylo výše zmíněno, náleží akcionáři dividendy, avšak nejen to. S akcií jsou spojena i další – zejména řídicí a kontrolní práva. Pakliže by akcionář akcii prodal, ztratil by tato práva – akciovým swapem lze ovšem dosáhnout toho, že ekonomicky oddělí dividendu (pozor – nikoli právně, při akciovém swapu se žádná práva nepřevádějí) od ostatních řídicích práv. Představme si například situaci, kdy akcionář vlastní akcie společnosti, která se zabývá výrobou ocelových součástí. Jelikož na světových trzích rostou ceny železa, očekává tento akcionář nižší kapitálový i dividendový výnos. V tomto případě má jistě možnost své akcie prodat, avšak tím by přišel o všechny práva s akcií spjatá. Proto si může dojednat akciový swap na výnos z těchto akcií a akcie si tímto ponechat.

Akciovým swapem tedy můžeme dosáhnout jakéhosi „quasi-prodeje“ akcie. Proto může být další výhodou akciového swapu možnost „quasi-obcházení“ regulatorních předpisů daných zemí. Pokud by z jakéhokoli důvodu investor nemohl

---

<sup>173</sup> BAKEŠ, Milan, a kol. *Finanční právo*. 6., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2012, s. 434, Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-80-7400-801-6 (Váz.).

investovat do akcií v dané zemi, může si na tyto akcie uzavřít akciový swap, čímž si je z ekonomického hlediska koupí (tedy ponese tržní riziko – ne právní).

#### **3.1.2.4 Komoditní swap**

Komoditní swapy („*commodity swap*“) jsou de facto jednoduchými („*plain vanilla*“) swapy, které nejsou ničím jiným než kombinací více komoditních forwardů (viz výše) s více vypořádáními v budoucnu. Slouží tedy jak ke spekulaci, tak k hedgingu. Komoditní swap je tedy kontrakt, při kterém si dvě strany mění peněžní toky odvozené od ceny podkladových aktiv - komodit za dohodnuté budoucí období. Jedna strana platí pevnou cenu a výměnou přijímá platby druhé strany, odvozené od tržní ceny podkladové komodity.

Z praxe jsou známy zejména komoditní deriváty uzavírané na výkyvy cen ropy. Na tomto místě by rozhodně mělo zaznít, že komodity jakožto podkladová aktiva finančních derivátů jsou vždy problematické. Finanční deriváty jako takové totiž bez pochyb ovlivňují spotový trh, tudíž mohou uměle zvyšovat spotové ceny komodit, což může vést zejména v zemích tzv. třetího světa k nedozírným následkům.

#### **3.1.2.5 Exotický swap**

Exotické swapy (jak bylo uvedeno v subkapitole 2.5.3) jsou exotickými finančními deriváty, které mohou být navázané takřka na cokoli. V oblasti swapů se nejčastěji uvádějí swapy, jejichž podkladové aktivum je vývoj ceny emisních povolenek.<sup>174</sup>

#### **3.1.3 Úvěrové swapy**

Úvěrové swapy jsou jako klasická kategorie (tedy vyjma exotických swapů) nejmladšími ze swapů. A dalo by se tvrdit, že jsou i „nejinovativnějšími“, jak se finanční deriváty obecně často nazývají. V odborné literatuře se standardně jejich

---

<sup>174</sup> Pod vlivem tzv. Kjótského protokolu bylo takřka celosvětově zavedeno tzv. obchodování s emisními povolenkami. Tzv. Evropský systém emisního obchodování (EU ETS) je v současnosti celosvětově největší fungující systém obchodovatelných povolení na světě. Kjótský protokol tedy zavedl vznik nového trhu, jehož instrumenty mohou sloužit jako podkladová aktiva pro finanční deriváty, viz ZAMAN, Peter. Developing carbon structured products. *Journal of International Banking and Financial Law*. 2008, svazek 23, vydání 1, str. 16.

počátek datuje na konec devadesátých let dvacátého století.<sup>175</sup> Přesněji je počátek úvěrových swapů často spojován s americkým bankovním domem J.P. Morgan & Co<sup>176</sup>, a to když roku 1997<sup>177</sup> finanční inženýři této banky „vymysleli“ první CDS, kterým přenesli úvěrové riziko společnosti Exxon, které tato banka poskytla úvěr, na Evropskou banku pro obnovu a rozvoj.<sup>178</sup> Dlužno podotknout, že tato banka proslula v minulosti nemnohými kontroverzními počiny.<sup>179</sup> S nadsázkou (a s ohledem na další vývoj viděno naší nynější perspektivou) lze tvrdit, že i vytvoření CDS byl kontroverzní počin.

Úvěrové swapy jsou obecně nástrojem pro přenos a mitigaci úvěrového (kreditního) rizika. Kreditní riziko může mít vícero forem: (i) riziko selhání („*default risk*“), tedy neschopnost dlužníka (emitenta obligace, příjemce půjčky/úvěru) splatit zcela či jenom zčásti svůj dluh, (ii) riziko snížení ratingu čili obava z nižší schopnosti generovat budoucí příjmy k uhrazení stávajících závazků a (iii) riziko zvýšení kreditního spreadu (rizikové přírážky vůči referenčnímu výnosu) čili útěk ke kvalitě při národohospodářských poruchách (měnové turbulence, nepříznivé makroekonomické vyhlídky etc.).

Než byly aplikovány úvěrové deriváty, byly používány následující nástroje k řízení kreditního rizika: (i) stanovení úvěrového rámce čili kvantitativní limit pro úvěrovou angažovanost (viz výše) vůči jednotlivým dlužníkům, (ii) tzv. „*netting*“ čili vzájemná kompenzace závazků a pohledávek<sup>180</sup>, (iii) tzv. kolateralizace (tento pojem je používán v ekonomické literatuře) čili zajišťování pohledávky vybranými druhy aktiv

---

<sup>175</sup> KRESS, Jeremy. CREDIT DEFAULT SWAPS, CLEARINGHOUSES, AND SYSTEMIC RISK: WHY CENTRALIZED COUNTERPARTIES MUST HAVE ACCESS TO CENTRAL BANK LIQUIDITY. *Harvard Journal on Legislation*, Vol. 48, No. 1, 2011, s. 54.

<sup>176</sup> Po sérii fúzí v současnosti tato banka vystupuje pod firmou JPMorgan Chase & Co.

<sup>177</sup> CONT, Rama. Credit default swaps and financial stability. *Banque de France Financial Stability Review*, No. 14 – Derivatives – Financial innovation and stability, str. 36 [online]. 2010 [cit. 2013-02-17]. Dostupné z: [http://www.banque-france.fr/fileadmin/user\\_upload/banque\\_de\\_france/publications/Revue\\_de\\_la\\_stabilite\\_financiere/etude05\\_rsf\\_1007.pdf](http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/etude05_rsf_1007.pdf).

<sup>178</sup> WITTINGHOFER, Sandra. Fachbegriffe aus M & A und Corporate Finance - Credit Default Swaps als Instrument zur Absicherung von Kreditrisiken. *Neue Juristische Wochenschrift*. 2010, Heft 16, s. 1125.

<sup>179</sup> Např. financování Enronu a jiné manipulace s trhem, za které tato banka byla v minulosti mnohokrát pokutována americkým regulátorem (U.S. Securities and Exchange - SEC).

<sup>180</sup> Pojem „*netting*“ je spíše ekonomickým pojmem. Z právního pohledu se jedná zejména o započtení, avšak nejen o to – pod formami nettingu lze uvažovat i jiné způsoby změny/zániku závazků (např. novaci).

spojené s právem věřitele disponovat s těmito aktivy v případě selhání protistrany nebo s jejich zpeněžením (např. zajišťovací převod práva, zástavní právo etc.) a (iv) spouštěče při snížení ratingu („*downgrade / rating triggers*“) čili smluvní doložky umožňující ukončit kontrakt v případě, že hodnocení protistrany klesne po určitou úroveň.

Vedle výše zmíněných instrumentů tedy investiční bankéři z J.P. Morgan & Co dali světu nový nástroj řízení kreditního rizika – kreditní deriváty. Obecně tedy lze tvrdit, že finanční instrument je instrument určený k oddělení kreditního rizika od svého nositele (podkladového aktiva, podkladového emitenta) a k samostatnému řízení tohoto rizika (tzn. k jeho dalšímu podstupování i zajišťování).

Mezi přednosti kreditních derivátů řadíme (i) nižší transakční náklady ve srovnání s přímými obchody (prodej ohrožené obligace, realizace zastaveného majetku, aj.) a (ii) nenarušování obchodních vazeb s klienty (aktiva vystavená kreditnímu riziku zůstávají v bilanci banky, kreditní riziko je tedy od primárního vztahu naprosto oddělené). Obecně se nedá mluvit o přímých negativěch – spíše o fatálních následcích jejich zneužití.

Z hlediska pojmového rozlišujeme obecně v nejjednodušším vztahu kreditního derivátu dvě strany, a to prodávajícího kreditního rizika (který kupuje kreditní zajištění (kreditní ochranu)) a kupujícího kreditního rizika (který prodává kreditní zajištění).<sup>181</sup>

### **3.1.3.1 Swap úvěrového selhání - CDS**

Swap úvěrového selhání („*credit default swap*“ – zkráceně a běžně „**CDS**“) je nejtýpovějším představitelem kreditních / úvěrových swapů. Jedná se o kreditní derivát, „v rámci kterého se kupující kreditního zajištění zavazuje platit prodávajícímu kreditního zajištění periodické fixní platby (tzv. swapovou prémii) po dobu životnosti kontraktu výměnou za podmíněnou platbu protistrany v případě výskytu kreditní události tzv. referenční entity, ke které se dohoda vztahuje. Pokud úvěrová událost

---

<sup>181</sup> DĚDEK, Oldřich. *SWAPY*. Studijní text 4(5) k předmětu Nástroje finančních trhů. Dostupné z: <http://samba.fsv.cuni.cz/~dedek/Financial%20Market%20Instruments/hc04%20Swapy.pdf>.

nenastane, kontrakt ve stanovenou dobu zaniká a prodejce tak pouze získá prémii za podstoupení možného kreditního rizika<sup>182</sup>.

Připomeňme též legální definici obsaženou v čl. 2 odst. 1 písm. c) Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 236/2012, o prodeji na krátko a některých aspektech swapů úvěrového selhání („**Nařízení o prodeji na krátko**“): „Swapem úvěrového selhání“ (credit default swap – CDS) se myslí „derivátová smlouva, podle níž jedna strana platí druhé straně poplatek výměnou za platbu nebo jiný prospěch v případě, že nastane úvěrová událost referenčního subjektu nebo v případě, že dojde k jakémukoliv jinému selhání vztahujícímu se k uvedené derivátové smlouvě, která má obdobný ekonomický účinek“. Je zřejmé, že tato definice není oproti např. definici výše natolik srozumitelná (inu, evropské právo...).

Přidejme ještě, že standardní CDS je uzavírán s ohledem na jeden referenční subjekt. Mohou ovšem existovat i tzv. „*basket*“ CDS (doslova košové, sběrné, hromadné CDS), kde není pouze jeden referenční subjekt, ale vícero takových subjektů.<sup>183</sup>

Swapová prémie bývá hrazena obvykle čtvrtletně až do doby uplynutí období, na které je CDS uzavřen, nebo do doby selhání.<sup>184</sup>

Uveďme si tedy pro lepší orientaci praktický příklad: Subjekt A si půjčí od Banky jistou finanční sumu. Banka tedy poskytne subjektu A tuto sumu, dohodne s ním splátky (úroky a další). Subjekt A splácí svoji půjčku. Banka na sebe přenesla poskytnutím prostředků kreditní riziko subjektu A, tedy (v nejjednodušším případě) riziko, že subjekt A nebude schopen splátky splácet. Jak bylo uvedeno výše, může (a zajisté tak i učiní) Banka mitigovat kreditní riziko subjektu A „standardními“ postupy (zajištění, smluvní ujednání etc.). Banka se však rozhodne se tohoto kreditního rizika zbavit (může i částečně) a „postoupit“ ho na jiný subjekt. Z právního hlediska (ostatně

---

<sup>182</sup> ČNB. Zpráva o finanční stabilitě 2011 / 2012. ISBN 978-80-87225-37-0, s. 144. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni\\_stabilita/zpravy\\_fs/fs\\_2011-2012/fs\\_2011-2012.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/fs_2011-2012/fs_2011-2012.pdf) [cit. 2013-02-24].

<sup>183</sup> MENGLE, David. Credit derivatives: an overview. *Economic Review* [online]. 2007, str. 3 [cit. 2013-02-24]. Dostupné z: [http://www.frbatlanta.org/filelegacydocs/erq407\\_mengle.pdf](http://www.frbatlanta.org/filelegacydocs/erq407_mengle.pdf).

<sup>184</sup> GIESECKE, Kay. An Overview of Credit Derivatives. *An Overview of Credit Derivatives Kay Giesecke Published in Jahresbericht der Deutschen Mathematiker-Vereinigung* [online]. 2009, Vol. 111, No. 2, str. 3 [cit. 2013-02-24]. Dostupné z: <http://www.stanford.edu/dept/MSandE/cgi-bin/people/faculty/giesecke/pdfs/overview.pdf>.

jako v případech popsaných výše u ostatních swapů) se však nejedná o žádné postoupení či změnu původního závazku (půjčky mezi subjektem A a Bankou). Třetí subjekt C tedy uzavře s Bankou CDS, ekonomickým žargonem jej „prodá“ (avšak o kupní smlouvu se v žádném případě nejedná) a Banka si jej „koupí“. Na subjekt C tedy přejde kreditní riziko, avšak jako kompenzaci za to, že se Banka tohoto rizika zbavila, bude Banka platit subjektu C periodickou platbu (tzv. swapovou prémii). Od tohoto okamžiku mohou nastat pouze dva scénáře: (i) nenastane úvěrové selhání subjektu A, nebo (ii) nastane úvěrové selhání subjektu A. V případě, že úvěrové selhání nenastane, bude Banka dále platit swapovou prémii do konce platnosti CDS a subjekt C ji bude do konce trvání kontraktu inkasovat. Pakliže ovšem nastane kreditní událost, subjekt C uhradí Bance sumu dohodnutou v CDS.

Pro další výklad je třeba objasnit, co je myšleno úvěrovou událostí, neboť tento pojem je pro CDS pojmem ústředním. Úvěrová událost (též kreditní událost, selhání, kreditní selhání, úvěrové selhání – anglicky: „*default*“, „*credit default*“ či „*event of default*“) z hlediska CDS – tedy z hlediska soukromoprávně kontraktačního – jakákoli událost, kterou si strany CDS jako takovou označí. Nastoupení této události je spouštěč („*trigger*“) podmíněné kompenzační platby směrem ke kupujícímu CDS. Standardně se jedná o prodlení, insolvenci, snížení ratingu a libovolné další události, které nastanou ve vztahu k referenčnímu subjektu CDS (tedy v našem příkladu výše k subjektu A). Tyto události mohou předznamenávat, případně znamenají zhoršení ekonomické (i právní) situace věřitele (v našem případě Banky). Úvěrová událost je tedy „ztělesněním“ hrozícího či již probíhajícího kreditního rizika.

Z veřejnoprávního pohledu je kreditní událost definována jako selhání dlužníka dle § 49 vyhlášky č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry, kdy dle základního schématu se selháním dlužníka rozumí situace, kdy je splněna alespoň jedna z těchto podmínek: (i) lze předpokládat, že dlužník pravděpodobně nesplatí svůj závazek řádně a včas, aniž by věřitel přistoupil k uspokojení své pohledávky ze zajištění nebo (ii) alespoň jedna splátka jistiny nebo příslušenství jakéhokoliv závazku dlužníka vůči věřiteli je po splatnosti déle než 90 dnů; k této podmínce povinná osoba nemusí

přihlížet, pokud částka po splatnosti není významná s tím, že práh významnosti stanoví povinná osoba s ohledem na to, jakou částku nevymáhá při odpisu pohledávky.<sup>185</sup>

Vraťme se nyní k příkladu výše a zasaďme jej do širších souvislostí. Jak bylo uvedeno, v případě že u subjektu A nenastane po dobu trvání CDS úvěrová událost, bude Banka hradit periodicky swapovou prémii subjektu C. Zájem subjektu C je tedy, aby úvěrová událost nenastala, pak bude na CDS nejvíce profitovat. V našem případě koupila Banka CDS jakožto hedging své půjčky. Tedy pokud by referenční subjekt CDS (subjekt A) úvěrově selhal a neplatil by Bance, byla by banka „odškodněna“ (mimo jiné) z CDS od subjektu C. Uvažujme ovšem situaci, kdy by si v našem případě Banka dostatečně zajistila primární závazek a ještě si jej u jiného subjektu C „pojistila“ pomocí CDS. Poté může nastat situace, kdy je pro Banku výhodnější, aby se subjekt A dostal do selhání. Banka tedy na jedné straně zkoumá bonitu a kredibility subjektu A, na druhé straně kalkuluje i s výhodností jeho selhání za předpokladu, že vstoupí do pro ni výhodného CDS se subjektem C.

Tento případ je částečně z ilustrativních důvodů dotažen *ad absurdum*, následující situace je již ovšem naprosto reálná. Jde totiž o to, že kupující ani prodávající CDS nemusí být v žádném vztahu k referenčnímu subjektu. Kupující CDS tedy platí prodávajícímu CDS swapovou prémii. Kupující CDS získá finanční prostředky od prodávajícího CDS pouze tehdy, pokud referenční subjekt selže. Kupující tedy předpokládá, že referenční subjekt selže, prodávající naopak. Máme zde tedy situaci, kdy si dva nezávislé subjekty vsadí na selhání třetího referenčního subjektu, s tím že jeden „vyhrává“ pokud referenční subjekt selže a *vice versa*. K důsledkům a hrozbám tohoto modelu níže.

Z hlediska vypořádání CDS při selhání referenčního subjektu jsou standardní tyto tři varianty: (i) fyzické vypořádání, (ii) peněžní (finanční) vypořádání a (iii) aukce.

---

<sup>185</sup> Obdobně též zde (heslo „*default*“): ČNB. Zpráva o finanční stabilitě 2011 / 2012. ISBN 978-80-87225-37-0, s. 140. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni\\_stabilita/zpravy\\_fs/fs\\_2011-2012/fs\\_2011-2012.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/fs_2011-2012/fs_2011-2012.pdf) [cit. 2013-02-24]. Tyto ustanovení se dostaly do našeho právního řádu pod tlakem tzv. Basel II, blíže viz Basel Committee on Banking Supervision. Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework – Comprehensive Version, <http://www.bis.org/publ/bcbs128.htm> [cit. 2013-02-24].



Fyzické vypořádání („*physical settlement*“) na výše uvedeném praktickém příkladu znamená, že pokud si Banka koupila na úvěr ve výši 5 mil. USD CDS ve výši 5 mil USD, poté převede svoji pohledávku na prodávajícího CDS za nominální hodnotu. Ve chvíli úvěrového selhání referenčního subjektu A již samozřejmě pohledávka nominální hodnotu nemá, tudíž na tomto Banka vydělá. Subjekt C, který prodával CDS, tedy úvěrovou ochranu, a kupoval úvěrové riziko, toto riziko ve faktické podobě po provedení této transakce skutečně má.

Peněžní vypořádání („*cash settlement*“) kalkuluje s totožným principem, jako fyzické vypořádání, avšak k fyzickému vypořádání nedojde, pouze se hradí finanční rozdíl ve prospěch kupujícího úvěrové ochrany (CDS). Tento způsob vypořádání je například nezbytný v situacích, kdy prodávající úvěrového rizika (kupující úvěrové ochrany – CDS) nejsou nikterak spojeny s referenčním subjektem, a to jednoduše z toho důvodu, že právně nemohou disponovat s právy referenčního subjektu.<sup>186</sup> Neboli slovy Ulpiana: „*Nemo plus iuris ad alium transferre potest quam ipse habet*“ („nikdo nemůže druhému převést víc práv než sám má“).

Třetí, z hlediska ostatních finančních derivátů nestandardní, variantou vypořádání CDS je tzv. aukce („*auction*“). Aukce se řídí většinou předem předepsanými pravidly (dle ISDA postupů, viz dále). V zásadě se k aukci přistupuje v případech, kdy má referenční subjekt, který selhal, na sebe uzavřených více CDS. V těchto případech nastupuje zpravidla dvoukolová aukce, která kombinuje jak fyzické tak peněžní vypořádání, jejichž cena se stanoví aukčně, tedy protnutím nabídky s poptávkou (tzv. „*bidding process*“).<sup>187</sup>

---

<sup>186</sup> DAVI, Charles. *In Defense of Credit Default Swaps*. Working papers series. New York University (NYU) - School of Law, ze dne 29.4.2008, 10 s. Dostupné z: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1126732](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1126732).

<sup>187</sup> Blíže viz LIEU, Andrew. *An Analysis of Credit Default Swap Auctions and Distressed Bond Markets*. The Leonard N. Stern School of Business Glucksman Institute for Research in Securities Markets Faculty Advisor: Raghu Sundaram, 1. 4. 2011, 30 s. [cit. 2013-02-24] Dostupné z: [http://www.stern.nyu.edu/cons/groups/content/documents/webasset/uat\\_024294.pdf](http://www.stern.nyu.edu/cons/groups/content/documents/webasset/uat_024294.pdf).

Splatnost (tedy doba trvání, doba vázanosti na kontrakt) CDS bývá standardně stanovena na jeden až deset let, nejčastěji se však můžeme setkat s CDS se splatností pět let.<sup>188</sup>

Závěrem této subkapitoly lze poukázat ještě na jeden fenomén spojený s CDS. Obdobně, jako bylo výše konstatováno, že *ceny futures totiž udávají očekávání trhu* (srovnej kapitolu 2.6.2), udávají CDS také očekávání trhu. Avšak futures udávají očekávání vývoje cen, CDS udávají očekávání budoucí schopnosti daného subjektu dostát svým závazkům. Podobně jako úrok, jsou i CDS ukazatelem (ale zároveň nástrojem k mitigaci<sup>189</sup>), jak vyjádřit obecnou rizikovost daného subjektu. CDS tedy svou cenou odrážejí míru pravděpodobnosti selhání (např. bankrotu) daného subjektu. Velice názornou situaci lze pozorovat na trhu státních dluhopisů (tento trh je z hlediska fungování financování států zásadní). S nastoupivší dluhovou krizí v Evropě (a zejména v eurozóně) stouply úroky státních dluhopisů<sup>190</sup> u rizikových zemí. Čím rizikovější stát, tím vyšší potencionální výnos. Obdobná situace platí i pro CDS na státní dluhopisy („*sovereign credit default swap*“) - čím rizikovější stát, tím dražší je koupě CDS<sup>191</sup> (tím vyšší musí původní držitel rizika protistrany novému držiteli rizika platit swapovou prémii). Důležitým aspektem je, jak bylo výše uvedeno, u všech CDS spouštěcí mechanismus, který vyvolá vypořádání (dle jednotlivých parametrů smlouvy). Z praxe CDS na přesun rizika států známe zejména nedávný případ Řecka. Je obecně známo, že Řecko je v dluhových a platebních potížích. Na rizikovost Řecka bylo uzavřeno mnoho CDS. Kupující a prodávající řeckého rizika skrze CDS se obrátili na ISDA („*International Swaps and Derivatives Association*“ - Mezinárodní swapová a derivátová organizace - podrobněji o ní bude pojednáno v další kapitole), konkrétně na

---

<sup>188</sup> RAUNIG, Burkhard, SCHEICHER, Martin. EUROPEAN CENTRAL BANK. *Working paper series European Central Bank: A VALUE AT RISK ANALYSIS OF CREDIT DEFAULT SWAPS*. 2008. str.7, ISBN 1725-2806. Dostupné z: [http://ssrn.com/abstract\\_id=1297184](http://ssrn.com/abstract_id=1297184).

<sup>189</sup> Zde se jedná o zajímavý ekonomicko-psychologický úkaz, tedy primárně je určena rizikovost subjektu a dle této rizikovosti je pak vypočítán CDS. Vývoj ceny CDS odráží rizikovost subjektu, aniž by byl subjekt primárně zkoumán. Investoři tak usuzují dle usuzování předešlých.

<sup>190</sup> Dle zde uvedeného přehledu: <http://www.bloomberg.com/markets/european-debt-crisis/> [cit. 2013-01-16] můžeme například pozorovat, že ke dni 16.1.2013 se řecký státní dluhopis se splatností deset let vydává s úrokem 11,69 %, avšak tentýž německý státní dluhopis nese úrok 1,55 %.

<sup>191</sup> Jak vyplývá z tabulek uvedených zde: <http://proinvestory.cz/vyvoj-na-trhu-credit-default-swaps-vladnich-dluhopisu> [cit. 2013-01-16], kopírují ceny CDS obecný makroekonomický vývoj, tedy v nedávné krizi byly CDS poměrně dražší.

její Určovací komisy („*EMEA Credit Derivatives Determinations Committee*“<sup>192</sup>), která rozhodla, že v případě řecké restrukturalizace státního dluhu došlo ke kreditní události. Tímto se spustil proces vypořádání CDS, tedy situace kdy kupující kreditní ochrany získali jistou kompenzaci od prodávajících kreditní ochrany za kreditní událost Řecka v návaznosti na řecké státní dluhopisy. V souladu s výše uvedenými mechanismy se i v tomto případě konala aukce.<sup>193</sup>

### 3.1.3.2 Total Return Swap

Total Return Swap („*TRS*“ – swap veškerých výnosů, někdy též „*total rate of return (credit) swap*“ - TROR) je v zásadě subkategorií CDS, pouze zde jsou jinak nastavené platby a postavení účastníků. TRS slouží jednak k přenesení kreditního rizika, ale i k modifikaci a konverzi peněžních toků z určitého aktiva. Prakticky při TRS platí prodávající kreditního rizika kupujícímu kreditního rizika veškerý výnos z podkladového aktiva (úvěr, dluhopis etc.). Jinými slovy tedy jdou veškeré platby z podkladového aktiva za nově přistoupivším investorem (za kupujícím kreditního rizika / prodávajícím kreditní ochrany). Druhým směrem hradí investor původnímu věřiteli úrokové platby (standardně LIBOR plus určitou částku). Pokud dojde k úvěrové události, TRS se ukončí a budoucí okamžik platby se přenesse k datu úvěrové události.<sup>194</sup>

Nahlíženo pohledem investora (nového subjektu) je TRS zvýšením expozice vůči kreditnímu riziku (výměnou za vyšší potenciální výnos). Úvěrové riziko, které je pomocí TRS na investora přenášeno, se zobrazuje v rozdílu výnosů z podkladového aktiva a úrokových plateb. Zcela zjednodušeně lze říci, že původní věřitel vyměňuje (pouze ekonomicky samozřejmě) riziko za jistotu, jistý nižší výnos za potenciálně vyšší výnos, který je ovšem spojen s rizikem kreditní události dlužníka.

K motivaci investora patří: (i) syntetické (podrozvahové) vlastnění aktiva, tedy inkasování veškerých výnosů aktiva bez nutnosti jej vlastnit (je zde jistá analogie k leasingu), (ii) individualizace splatnosti a podmínek cenného papíru (investiční

---

<sup>192</sup> Jedná se o komisi, která určuje (mimo jiné), zda-li nastala nebo nenastala kreditní událost. Podrobněji o celé ISDA bude pojednáno v následující kapitole.

<sup>193</sup> Podrobnější informace včetně dotčených subjektů, rozhodnutí Určovací komise nebo postup při aukci lze nalézt zde: <http://dc.isda.org/cds/the-hellenic-republic-3>.

horizont swapu bývá kratší než doba do splatnosti cenného papíru) a (iii) finanční páka, která vzniká inkasováním výnosů z podkladového aktiva bez nutnosti zaplatit jeho plnou cenu.<sup>195</sup> Z výše uvedeného tedy vyplývá, že TRS je kombinací CDS (který operuje pouze s převodem kreditního rizika) a investice. Prodávající TRS tedy zpravidla více hledí na kvalitu podkladového aktiva, a to i z hlediska jeho výnosů a jeho kvality obecně, ne pouze z hlediska jeho dopadu na kredibilitu dlužníka, tak jak je tomu u CDS.

### 3.1.3.3 Credit Linked Note

Credit Linked Note („CLN“ – v překladu: úvěrový dluhový cenný papír, úvěrový dluhopis, kreditní dluhopis nebo např. dluhový nástroj vázaný na kredit<sup>196</sup>) patří mezi tzv. vložené deriváty („*embedded derivative*“). Jedná se tedy o kombinaci obého – jak dluhopisu, tak úvěrového derivátu.

Stejně jako u všech úvěrových swapů zde máme primární vztah věřitele a dlužníka, který slouží jako podkladový (referenční) vztah. Věřitel v tomto případě vydá dluhopis, do kterého přidá CDS. Investor (kupující kreditního rizika) tedy od referenčního věřitele (a zároveň emitenta) kupuje dluhopis a s ním prodává CDS referenčnímu věřiteli. Kupující úvěrové ochrany / emitent platí tedy investorovi úroky z dluhopisu i swapovou prémie z CDS. Investor uhradil na počátku celé transakce nominální hodnotu dluhopisu. Pokud nedojde k úvěrové události, pak je dluhopis na konci doby trvání vyplacen v pari (tj. v jeho nominální hodnotě). Nastane-li úvěrová událost, pak je CLN okamžitě splatný a investor obdrží nominální hodnotu, od které je v rámci peněžního vyrovnání odečtena předem sjednaná částka. Tímto je riziko CLN ve srovnání s rizikem CDS vyšší, protože investor nepodstupuje jenom vyšší riziko selhání referenčního dlužníka, které spustí mechanismus CDS, ale navíc také riziko selhání emitenta, který je investorovým dlužníkem z titulu dluhopisu.<sup>197</sup> Teoreticky by mohl

---

<sup>194</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, s. 334. ISBN 80-247-0342-4.

<sup>195</sup> DĚDEK, Oldřich. *SWAPY*. Studijní text 4(5) k předmětu Nástroje finančních trhů. Dostupné z: <http://samba.fsv.cuni.cz/~dedek/Financional%20Market%20Instruments/hc04%20Swapy.pdf>.

<sup>196</sup> České překlady se však u CLN takřka nepožívají.

<sup>197</sup> Strukturované dluhopisy: Část 15: Credit Linked Notes. *ZERTIFIKATEJOURNAL* [online]. 2011 [cit. 2013-02-03]. ISSN 1213-8622. Dostupné z: [http://www.zertifikatejournal.cz/download/portfolioexclusiv/PE\\_CZ\\_1115.pdf](http://www.zertifikatejournal.cz/download/portfolioexclusiv/PE_CZ_1115.pdf).

investor nakoupit další úvěrovou ochranu, která by se vztahovala na emitovaný dluhopis.<sup>198</sup>

### 3.1.3.4 Naked Credit Default Swap

Naked Credit Default Swap (někdy označován jako „nahý“, v oficiální terminologii evropského práva jako „nekrytý“ CDS) je klasický CDS, ve kterém kupující CDS nemá žádné kreditní riziko za referenčním subjektem (tedy není s ním v závazkovém vztahu, nemá za ním pohledávku). Kupující CDS tedy platí prodávajícímu CDS swapovou prémii a vyčkává na default referenčního subjektu. Selhání referenčního subjektu znamená pro kupujícího „nahého“ CDS (jediný) zisk.

Ačkoli „nahé“ CDS netvoří separátní kategorii CDS (jedná se pouze o specifické uspořádání participujících subjektů), jsou pro další výklad o rizicích swapů a jejich regulaci velice významné.<sup>199</sup>

## 3.2 Rizika spojená se swapy

Swapy obecně a úvěrové swapy především s sebou nesou mnohá rizika. Některá rizika jsou obecného rázu a týkají se fungování finančních trhů, přičemž jsou ale swapy v těchto případech možným katalyzátorem či potencionální „třaskavinou“. Důvodem je často minimální nutná počáteční investice a pákový efekt. Dalo by se tedy tvrdit, že swapy ukazují na rizika finančních trhů v celé jejich nahotě, jelikož se u nich oproti ostatním finančním nástrojům míra rizika násobí. Dále s sebou nesou swapy rizika toliko typická právě pro tyto nové instrumenty.

Zařazení této kapitoly na toto místo rigorózní práce není náhodné. Tato kapitola by měla sloužit jako „*memento mori*“ výše uvedených swapů. Při osvětlování shora uvedených principů fungování swapů jsme se zaměřili na jejich zejména ekonomické možnosti. V této kapitole uvedeme, jaké tyto možnosti mohou mít následky. Jak bude

---

<sup>198</sup> Pro podrobnější informace viz AUERBACH, Dirk, ROTH, Tilmann. Der Erwerb von Asset-Backed-Securities und Credit-Linked-Notes durch institutionelle Investoren. *Wertpapiermitteilungen*. 2003, č. 5, s. 231.

<sup>199</sup> Blíže viz CHE, Yeon-Koo, SETHI, Rajiv. Credit Derivatives and the Cost of Capital. *KDI School of Pub Policy & Management Paper* [online]. 2010, 41 str. [cit. 2013-02-24]. Dostupné z: <http://www.asb.unsw.edu.au/schools/economics/Documents/Y.%20Che%20-%20Credit%20Derivatives%20and%20the%20Cost%20of%20Capital.pdf>.

dále analyzováno, mohou být tyto následky fatální (a s ohledem na historickou zkušenost počínaje lety 2007 a finanční a ekonomickou krizi můžeme tvrdit, že i díky těmto moderním finančním derivátům následky opravdu fatální byly). Proto po této subkapitole bude následovat kapitola o regulaci swapů, která je dialektickou syntézou možností swapů (teze) a jejich rizik (antiteze).<sup>200</sup> Avšak samotná regulace také není „samospasitelná“. Nesmíme totiž zapomínat, že swapy mají i (zejména) svou soukromoprávní stránku.<sup>201</sup>

*In concreto* budou dále popsána následující rizika: (i) systémové riziko – dominový efekt, (ii) „*too big to fail*“, (iii) propojenost, (iv) informační asymetrie, (v) insider trading, (vi) „*white collar crime*“, (vii) „*moral hazard*“, (viii) negativní ekonomický zájem a (ix) obcházení regulace. Pořadí těchto rizik je zvoleno od nejobecnějších k nejkonkrétnějším ve vztahu ke swapům.

Ad (i): systémové riziko je obecně nediverzifikovaným rizikem spojeným s rizikem celého finančního trhu, tedy s jeho fungováním. Systémové riziko v zásadě provází jakoukoli lidskou činnost. O systémovém riziku se u swapů a zejména u CDS hovoří ve spojení s dalšími níže uvedenými riziky. V minulosti lze jako systémové riziko (a systémové selhání) považovat pád americké pojišťovny AIG („*American International Group, Inc.*“) a americké investiční banky Lehman Brothers. Tato etapa spustila „boj o kredibilitu a smysluplnost trhu se zajišťovacími kontakty CDS“<sup>202</sup>. Obecně systémové riziko u swapů nastává mimo jiné pákovým efektem, který může sice maximalizovat zisky, ale i ztráty. A co více, swapy zpravidla nevyžadují velké počáteční investice (ani tzv. finanční polštáře, tedy jistě uložené prostředky stojící mimo swapové obchody). Generelně by se dalo tvrdit, že CDS jsou nastaveny tak, že fungují,

---

<sup>200</sup> Vývoj samozřejmě není konečný, je obecně známo, že syntéza se stává novou tezí.

<sup>201</sup> Zde by neměl zapadnout velice sofistikovaně odůvodněný názor uvedený v následujícím článku, a to že by finanční regulace měla zasahovat do soukromoprávních vztahů pouze v omezené míře a že by se mělo vždy striktně diferencovat mezi soukromoprávní platností smluv (finančních derivátů) a případnou odpovědností stran oproti veřejnoprávním sankcím. Jako příklad jsou zde uvedeny případy, kdy se jedna ze stran snažila vyvázat z pro ni ztrátové komplexní finanční transakce s poukazem na nedodržení regulatorních povinností protistranou, nebo naopak na porušení regulatorních omezení na své straně. Autoři tohoto článku se k tomuto postoji staví značně skepticky. Blíže viz TOUŠKA, Mikuláš, PAVLŮ, Robert. Soukromoprávní důsledky porušení veřejnoprávní regulace nejen v sektoru finančních služeb, *Právní rozhledy* 5/2011, s. 171.

<sup>202</sup> NĚMEČEK, Josef. CDS: Po AIG 2008 u Řecku 2012 trh znovu nad propastí?. *Patria Online* [online]. 2012 [cit. 2013-02-03].

pokud funguje vše ostatní, tedy pokud se významný účastník trhu CDS nedostane do finančních nesnází. Systémová rizika zmiňuje např. i Nařízení o prodeji na krátko v bodě 1 preambule: „*V době značné finanční nestability by prodej na krátko [swapů úvěrového selhání] mohl zhoršit sestupnou spirálu cen akcií, zejména akcií finančních institucí, a to způsobem, který by mohl v konečném důsledku ohrozit životaschopnost těchto institucí a vést ke vzniku systémových rizik*“.

Systémová rizika jsou spojena taktéž s tzv. domino efektem. Jedná se o řetězení CDS kontraktů, kdy je pomocí dalších a dalších CDS přenášeno kreditní riziko dále. Rizika zde jsou především tzv. sekundární (terciární etc.) platební neschopnost spolu se „slabým“ článkem domina, které může nastat, například pokud jsou CDS řetězeny a jedna společnost se dostane - byť i z naprosto nezávislého důvodu na CDS - do insolvence), tak tím jsou ohroženy všechny následující platby.

Ke zvýšení systémových rizik může přispět také nesprávně zvolené ratingové hodnocení jednotlivých finančních derivátů. Je známo, že ratingové agentury ohodnocují i tyto produkty. A je bohužel známo i to, že samotné ratingové agentury nejsou neomylné. Příklad bezbřehé důvěry investorů v nesprávně určený rating může vést k neblahým následkům (pakliže je toto „doporučení“ ratingových agentur následováno investorskými „masami“).<sup>203</sup>

Ad (ii): princip „*too big to fail*“ (v českém překladu: příliš velký než aby padnul) je obecně protikrizové opatření, které státy a jiné mezinárodní subjekty (Mezinárodní měnový fond, EU etc.) aplikují ve snaze zmírnit nástup a následky krize. O jistých institucích (zejména banky) tedy platí, že jsou příliš veliké na to, aby si jakýkoliv regulátor (tedy nepřímo stát či např. EU) mohl dovolit nechat je padnout. Z ekonomického hlediska je aplikace tohoto principu „odvěkým“ bojem mezi „*laissez-faire*“ přístupem k trhu a keynesiánstvím<sup>204</sup>. Například tzv. De Larosièrova zpráva

---

<sup>203</sup> GIBSON, Michael. Credit Derivatives and Risk Management. *Finance and Economics Discussion Series* [online]. 2007, str. 17 – 18, [cit. 2013-02-24]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2007/200747/200747pap.pdf>.

<sup>204</sup> Tedy zjednodušeně řečeno: souboj mezi mírou zásahů do ekonomiky.

hovoří nejen o „*too big to fail*“, ale i o „*too big to manage*“ (příliš velký než aby se dal řídit / spravovat) a „*too big save*“ (příliš velký než aby se dal zachránit).<sup>205</sup>

Sám o sobě princip „*too big to fail*“ nikterak neohrožuje trh se swapy. Ba naopak. Je ovšem třeba si uvědomit, že trh se swapy – zejména s kreditními swapy – je vysoce koncentrován, figuruje v něm tedy relativně málo subjektů (zejména bank). Nastane-li systémová krize swapového trhu, nemají vlády často jinou možnost, než aplikovat princip „*too big to fail*“ a pomoci nestabilním subjektům. Z důvodů finanční páky a nízké kapitálové přiměřenosti obchodníků se swapy se ovšem může do budoucna stát, že se z „*too big to fail*“ stane „*too big save*“.

Ad (iii): propojenost obchodníků se swapy je zásadním systémovým rizikem. Proto se někdy označuje jako „*too interconnected to fail*“<sup>206</sup> (příliš propojený než aby padnul). Propojenost s sebou nese také složitost a netransparentnost. Co dokáží CDS a jejich neuvážené užívání (například výše zmíněnou AIG) nám ukázala finanční krize. Zajisté CDS nebyly jediným důvodem, byly však katalyzátorem, který urychlil nevyhnutelně nutné na americkém hypotečním trhu.

Ad (iv): informační asymetrie je v obecné rovině situace, kdy subjekty nemají stejné množství a kvalitu informací, tedy situace, kdy jeden subjekt ví více než druhý.<sup>207</sup> Jak bylo výše uvedeno, finanční deriváty a zejména swapy jsou postaveny na principu výhra nebo prohra. Pokud jedna strana „vyhrává“, druhá „prohrává“<sup>208</sup>. Informační asymetrie je obecně zmírňována veřejnoprávními předpisy (u nás např. ZPKT § 15d

---

<sup>205</sup> The high-level group on financial supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosière, [online]. [cit. 2013-01-16]. s. 62. dostupné z: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf).

<sup>206</sup> MARKOSE, Sheri, GIANANTE, Simone, SHAGHAGHI, Ali Rais. ‘Too interconnected to fail’ financial network of US CDS market: Topological fragility and systemic risk. *Journal of Economic Behavior* [online]. 2012, roč. 83, č. 3, s. 627-646 [cit. 2013-02-03]. ISSN 01672681. DOI: 10.1016/j.jebo.2012.05.016. Dostupné z: <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0167268112001254>

<sup>207</sup> Pojem *asymetrické informace* znamená, že ekonomické subjekty na jedné straně trhu mají mnohem lepší informace než subjekty na druhé straně. S takovým stavem se můžeme na trzích setkat velmi často a provází nás mnoha životními situacemi i mimo ekonomiku. V tomto postavení se nacházíme mnohdy jako zákazníci v autoservisu, pacienti u lékaře, když potřebujeme koupit nebo opravit jakýkoli složitější elektronický přístroj (ale například i při výchově potomků či ve vztazích mezi manželi) aj. citováno z: SOJKA, Milan. *Asymetrické informace a jejich důsledky pro metodologii ekonomie*. *CEP* [online]. [cit. 2013-02-03]. Dostupné z: <http://cepin.cz/cze/prednaska.php?ID=241>

<sup>208</sup> V tomto bodě je zásadní rozdíl mezi finančními deriváty a ostatními smlouvami. Standardně by totiž obě strany obchodu měly být spokojené – tedy např. kupující je ekonomicky uspokojen, že koupil, prodávající že prodal. U finančních derivátů vždy jedna strana „prohrává“.



odst. 1) písm. d)<sup>209</sup> nebo ZPKT § 15g). Informační asymetrie v minimální (únosné) míře provází každý obchod. Avšak z důvodu výhry nebo prohry subjektů derivátových obchodů hraje informační asymetrie zásadní roli.

Ad (v): insider trading je specifickou podkategorií informační asymetrie. Jedná se o situaci, kdy zasvěcená osoba (tedy osoba „zevnitř“ – tzv. „*insider*“) získá vnitřní informaci v souvislosti s výkonem svého zaměstnání, povolání nebo funkce, v souvislosti se svým podílem na základním kapitálu emitenta nebo podílem na hlasovacích právech emitenta, v souvislosti s plněním svých povinností nebo v souvislosti s trestným činem. Zasvěcenou osobou je též osoba, která získá vnitřní informaci jiným způsobem a ví nebo může vědět, že jde o vnitřní informaci (tzv. nepřímý insider). Zasvěcená osoba: (i) nesmí využít vnitřní informaci tím, že na svůj účet nebo na účet třetí osoby přímo či nepřímo nabude nebo zcizí nástroj, jehož se vnitřní informace týká, nebo se o jeho nabytí či zcizení pokusí (tzv. „*insider trading*“); to neplatí, jestliže zasvěcená osoba plní svůj závazek ze smlouvy uzavřené před získáním vnitřní informace, (ii) nesmí přímo nebo nepřímo učinit jiné osobě doporučení k nabytí nebo zcizení nástroje, kterého se vnitřní informace týká (tzv. „*insider tipping*“), (iii) musí zachovávat mlčenlivost o vnitřní informaci a zamezit jiné osobě přístup k této informaci, pokud sdělení této informace není součástí její běžné činnosti, povinnosti nebo zaměstnání; povinnost mlčenlivosti trvá i po zániku postavení zasvěcené osoby a jsou z ní povoleny jen obvyklé zákonné výjimky.<sup>210</sup>

Je zřejmé, že rizika swapových obchodů jsou při insider tradingu daleko markantnější než u informační asymetrie.<sup>211</sup>

---

<sup>209</sup> „Smyslem a účelem tohoto ustanovení je zajistit zákazníkovi všechny relevantní informace, aby se mohl se znalostí věci rozhodnout, zda dá pokyn obchodníkovi s cennými papíry k provedení určitého obchodu, nebo vůbec využije jeho služeb či nikoliv.“ Citováno z: HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vydání Praha : C. H. Beck, 2012, s. 210.

<sup>210</sup> BAKEŠ, Milan, a kol. *Finanční právo*. 6., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2012, s. 450 - 451, Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-80-7400-801-6 (Váz.).

<sup>211</sup> Jen pro ucelení informací: v České republice byl zatím medializován případ manažera ČEZu Alana Svobody. Po sérii soudních sporů však bylo konstatováno, že se Alan Svoboda insider tradingu neodpustil, viz KUBÁTOVÁ, Zuzana. Soud: Svoboda z ČEZ se insider tradingu neodpustil. ČNB mu musí vrátit pokutu. *IHNed.cz* [online]. 2012 [cit. 2013-02-03]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-55355900-soud-svoboda-z-cez-se-insider-tradingu-nedopustil-cnb-mu-musi-vratit-pokutu>.

Ad (vi): „*white collar crime*“ (zločiny bílých límečků) jsou v obecné rovině trestné činy páchané „respektovanými“ osobami nosícími „bílé límečky“. Z hlediska finančních derivátů a swapů především připadají v potaz zneužití informace a postavení v obchodním styku<sup>212</sup>. Z hlediska posledních událostí na finančních trzích je zde ovšem třeba zmínit manipulace s úrokovou mírou LIBOR, která je pro sjednávání a průběh derivátových obchodů naprosto zásadní.<sup>213</sup>

Ad (vii): „*moral hazard*“ (morální hazard) vzniká obecně v situaci, kdy mají ekonomické subjekty motivaci pro nebezpečné chování, protože se cítí být v bezpečí před jeho negativními důsledky. V praxi obchodování s finančními deriváty se ukazuje, že díky pákovým efektům jsou tyto obchody velice rizikové a volatilní. Z tohoto důvodu lze spatřovat morální hazard na více úrovních. Jedna úroveň morálního hazardu je na úrovni jednotlivých prodejců (ekonomickým žargonem „traderů“), kdy tito obchodují velké finanční prostředky bez zásadní odpovědnosti. Toto riziko je ovšem úzce spjata s fungováním bank a jiných finančních institucí.

Daleko závažnější je morální hazard o úroveň výše – tedy ve vztahu banka (finanční instituce) – vláda (EU, Evropská centrální banka etc.). Jak uvádí erudovaný ekonom Tomáš Ježek: „Začne to však být vážné, když vlastní kapitál banky na ztráty už nestačí a banka přestane být schopna vyplatit deponentům jejich vklady, když o to požádají. Takové bance nezbyvá, než vyhlásit bankrot nebo doufat, že jí někdo, nejčastěji vláda, kapitál doplní. Vlády nebo centrální banky to obvykle udělají, mají strach, že by se úpadky začaly řetězit a šířit po celé ekonomice, že poroste nezaměstnanost a voliči jim to pak spočítají. Banky o tomto strachu vlády zase velmi dobře vědí a začnou být při poskytování úvěrů a investování peněz deponentů ještě drzejší a ještě méně odpovědné. V učebnicích ekonomie se takovéto chování označuje slovy morální hazard. Kveté všude tam, kde se lze spolehnout na to, že důsledky vlastního neodpovědného jednání bude možné převalit na někoho jiného. Za současnou

---

<sup>212</sup> Blíže viz PRŮŠA, Ivo. Vnitřní informace a jejich (zne)užití: dílčí poznámky k interpretaci insider dealingu Soudním dvorem Evropské unie, *Obchodněprávní revue* 3/2012, s. 65, ŠOVAR, Jan. Ochrana vnitřních informací na kapitálovém trhu ve světle poslední judikatury Evropského soudního dvora, *Obchodněprávní revue* 5/2010, s. 141, nebo HERZEG, Jiří. Trestní postih zneužívání postavení v obchodním styku, *Trestněprávní revue* 12/2006, s. 361.

<sup>213</sup> Viz informace z médií, např. zde <http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/207439-manipulace-sazby-libor-muze-ubs-stat-az-20-miliard> [cit. 2013-02-16].

americkou finanční krizí je obří, gigantický morální hazard“. K vlivu úvěrových swapů a na finanční krizi tento ekonom dále dodává: „Charakteristické pro americký bankovní systém je, že když se nemůže spolehnout na pravidla obezřetnosti, jejichž dodržování by někdo vynucoval, trh si pomůže sám a přijde s nejrůznějšími produkty, které úvěrová rizika bank pojišťují. Jedna banka si například může od jiné, zpravidla nějaké velmi silné, koupit tzv. CDS (credit default swap), tj. právo vyměnit v dohodnutém poměru úvěr, když se později ukáže jako nenávratný, za náhradu, kterou silná banka slíbila v takovém případě poskytnout právě prodejem CDS. „Drobným“ problémem tohoto způsobu pojištění úvěrů je, že silná banka, která se živí prodejem CDS, se sama nesmí dostat do platební neschopnosti. Bance Lehman Brothers se to však stalo. Za CDS, které v obrovských kvantech rozprodala, už nikomu nic nezaplatí, nemá z čeho. A nikdo ani není schopen zjistit, kolik takových CDS po světě běhá, je to totiž cenný papír, který neprochází žádným vypořádacím střediskem. Výsledná systémová nejistota paradoxně prohlubuje krizi, kterou měly CDS oddálit“.<sup>214</sup>

Shrňeme-li výše uvedené, lze kapitolu morálního hazardu uzavřít s tím, že z důvodu rizikovosti obchodování s finančními deriváty může docházet k morálnímu hazardu, pakliže chybí regulační rámec (jak tomu např. bylo v období počínající finanční krize v USA). Jak již bylo zmíněno výše, spoléhání se na aplikaci principu „*too big to fail*“ může být značně neprozíravé.

Ad (viii): negativní ekonomický zájem je v obecné rovině situace, kdy jeden subjekt má zájem na tom, aby se ekonomická situace jiného subjektu zhoršila. Sám o sobě je negativní ekonomický zájem součástí spekulativních obchodů, pakliže spekulant spekuluje na pokles ceny finančního nástroje. Typicky jde o forwardové obchody, kdy se spekulant zaváže dodat jisté podkladové aktivum za předem sjednanou cenu, které v době uzavření forwardu nevlastní. V těchto případech spekuluje na pokles. Situace je ovšem vyostřenější, pokud se jedná o CDS.

Mohou nastat situace, kdy se věřiteli více vyplatí získat plnění z CDS než z referenčního vztahu. Tedy věřitel má zájem na tom, aby původní dlužník selhal.

---

<sup>214</sup> JEŽEK, Tomáš. Za americkou finanční krizí je gigantický morální hazard. *Česká televize* [online]. 2008 [cit. 2013-02-03]. Dostupné z: <http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/29476-za-americkou-financni-krizi-je-giganticky-moralni-hazard>.

Aktivací CDS není ovšem nikterak ovlivněn původní referenční závazkový (nebo jiný obdobný) vztah, věřitel a kupující kreditní ochrany tedy může inkasovat dvě nezávislé plnění. V souvislosti s negativním ekonomickým zájmem je třeba dát do souvislostí i informační asymetrii. Často to je právě původní věřitel (banky), kdo má o dlužníkově kredibilitě kvalitnější informace. Svým způsobem se tato situace negativního ekonomického zájmu podobá pojistnému podvodu.

Naprosto specifická je situace u „nahých“ CDS, kdy kupující kreditní ochrany (aniž by nesl kreditní riziko) může profitovat z CDS jen a pouze, pokud referenční subjekt selže. V těchto případech je negativní ekonomický záměr nabíledni.

Ad (ix): obcházení regulace je jedním z nejmarkantnějších problémů finančních derivátů. Jsou to zejména CDS, které se rozrostly do svébytné podoby bez jakékoli regulace (což platilo donedávna, nyní již první pokusy o regulaci zaznamenáváme, viz dále). Na rozdíl od vysoce regulovaného pojišťovnictví stály CDS jaksí mimo. Ačkoli v mnoha ohledech pojištění představují a nebyť spekulací, k pojištění by CDS využívány byly, byl OTC prodej CDS naprosto neregulován. Vytváření SPV bank a jiných finančních institucí (které měly zpravidla obстойné ratingy, případně jejich emise měly dobré ratingy<sup>215</sup>) odvádělo tyto rizika naoko mimo ostatní regulace. Jinými slovy ani bankovní ani jiné regulace nedopadaly na OTC obchodování se swapy. Toto samo o sobě vytvářelo velké systémové riziko – ekonomickým žargonem bublinu, která jednoho dne musela zákonitě prasknout.

Pro úplnost je třeba dodat i názor z druhé strany názorového spektra. Po výčtu rizik, která v sobě swapy (a zejména CDS) nesou, necht' zazní i názor opačný. Nutno podotknout, že takovéto názory zaznívají zejména od zastánců tzv. Chicagské školy<sup>216</sup>. Například profesor Luigi Zingales uvádí: „Jedna klíčová (ne-li rozhodující) výhoda

---

<sup>215</sup> Obecně totiž rozlišujeme mezi ratingem emitenta a ratingem emise. Rating emise se vztahuje na jednotlivý produkt. Jen pro zajímavost doplňme na tomto místě rozhodnutí australského soudu o odpovědnosti za škodu, kterou způsobila ratingová společnost právě mylným ratingem uděleným finančnímu produktu, viz DOUGLAS-HENRY, Jean-Pierre, SAUNDERS, Matthew, HANS, Richard. Australia: Ratings agencies are no longer bullet proof. *DLA Piper* [online]. 2012 [cit. 2013-02-03]. Dostupné z: <http://www.dlapiper.com/australia-ratings-agencies-are-no-longer-bullet-proof-11-09-2012>.

<sup>216</sup> „Chicagská škola je škola ekonomického myšlení, jejímž centrem je Chicagská univerzita. Příslušníky školy spojuje důvěra ve svobodné trhy a metodologický pozitivizmus“ in HINDLS, Richard,

kapitalismu oproti centrálnímu plánování tkví v tom, že tržní ceny v sobě nesou informace. Když poptávka po bramborách za aktuální cenu převyšuje nabídku, cena brambor se zvýší, čímž signalizuje jejich nedostatek. K rozhodnutí, zda zasadit víc brambor, jednotliví zemědělci nepotřebují byrokratické směrnice: zvýšení cen působí jako pobídka k výsadbě většího množství brambor; snížení cen zase říká, že by se měly sázet méně“. Obdobný princip aplikuje profesor Zingales dále i na CDS, když dále postuluje: „Byl to trh s CDS, co umožnilo, že se negativní – a správný – názor na realitní trh, jež zastával John Paulson a další, konečně promítl do tržních cen. Právě oni bublinu propíchlí. Pro zbytek společnosti je to sice bolestivé, ale zdravé. Čím déle se bublina udrží, tím víc škod natropí. Totéž uvažování platí i pro řeckou krizi. CDS vztahující se k Řecku představují užitečný signál narušeného finančního stavu země. Právě díky prudkému vzestupu na trhu s CDS řecká vláda zpřísnila svůj rozpočet a zlepšila svou fiskální pozici. Lékařské prohlídky také často přinášejí nemilé zprávy, leč zákaz lékařských prohlídek problémy neřeší, jen je skrývá, čímž je ještě zhoršuje“.<sup>217</sup>

I tento pohled na CDS je zajisté možný. Jelikož se ceny CDS určují dle kredibility referenčního subjektu, jsou pro trh významným výpovědním vodítkem co do budoucího vývoje. Pokud jsme výše konstatovali, že např. futures vypovídají o budoucích cenách, pak CDS vypovídají o budoucí ekonomické situaci daného referenčního subjektu.

Stejně tak se i jiná (americká) literatura staví skepticky k „principu kolektivní viny“ CDS na finanční krizi. Profesor Shadab ve svém článku ostře diferencuje mezi CDS, které byly spojeny s „toxickými“ americkými hypotékami, a ostatními CDS. V závěru tvrdí, že CDS nebyly příčinou finanční krize.<sup>218</sup>

---

HOLMAN, Robert, HRONOVÁ, Stanislava. *Ekonomický slovník*. 2. aktualiz. vyd. Praha: C. H. Beck, 2003, 149 s. ISBN 80-717-9819-3.

<sup>217</sup> ZINGALES, Luigi. Soud nad swapy úvěrového selhání. *Project Syndicate* [online]. 2010 [cit. 2013-02-03]. Dostupné z: <http://www.project-syndicate.org/commentary/credit-default-swaps-online/czech>.

<sup>218</sup> SHADAB, Housman. GUILTY BY ASSOCIATION? REGULATING CREDIT DEFAULT SWAPS. *ENTREPRENEURIAL BUSINESS LAW JOURNAL* [online]. 2010, 4:2, str. 407-466 [cit. 2013-02-24]. Dostupné z: <http://moritzlaw.osu.edu/eblj/issues/volume4/number2/Shadab.pdf>.

## 4 VEŘEJNOPRÁVNÍ REGULACE SWAPŮ

Tuto závěrečnou kapitolu bych uvedl taktéž úryvkem z knižního rozhovoru, ve kterém David John Orrell, oxfordský ekonom a matematik, diskutuje s Tomášem Sedláčkem, českým (i mediálně) velice známým ekonomem: „Vezmi si třeba zjištění, že je třeba nějak regulovat trh takzvaných derivátů. Ty byly k dostání, jak se říká, přes pult, tedy mimo organizované trhy a s nimi spojený dohled. (Což, mimochodem, přesně symbolizovalo bláznivost doby před krizí.) Lidé prostě vymysleli velmi komplikované nástroje. Na obchodování s nimi nikdo nedohlížel. A tato naprosto neregulovaná sféra nakonec narostla do větších rozměrů než reálná ekonomika. To bylo bezpochyby naprosto šílené. A teď se to spravilo. Respektive, pracuje se na nápravě“.<sup>219</sup>

V obdobném duchu hovoří i Paul Samuelson, doyen moderní ekonomie s nejčastěji kupovanou obecnou učebnicí ekonomie. V rozhovoru s Lukášem Kovandou uvádí: *LK*: „Povězte, jaká je vaše diagnóza současné krize. *PS*: Splasknutí bublin - ať už té nedávné nemovitostní či o něco starší akciové - se dějí odjakživa. Možná, že už jeskynní lidé, jejich primitivní trh, měli svá „nahoru“ a „dolů“. Avšak tohle je vůbec poprvé, co se něco takového událo prostřednictvím moderního finančního inženýrství a jeho nástrojů. *LK*: Kterých konkrétně? *PS*: No všech těch put opcí, call opcí, swapů. Tyto nástroje byly vynalezeny tady na téhle škole, Massachusetts Institute of Technology. A také na Whartonu, Chicagské univerzitě, ve Stanfordu. A byly to nebezpečné objevy, podobně jako třeba vynález střelného prachu. Před jeho objevením jste mohli tak akorát otrávit ovci sousedovi. Dnes se můžete vydat na web a takřka vzápětí zjistit, jak vyhodit do vzduchu třicetipodlažní budovu“.<sup>220</sup>

Nechci se na tomto místě pouštět do obsáhlého rozboru účelů a cílů regulace.<sup>221</sup> Rád bych však, aby zde zazněla obecnější myšlenka k průběhu regulace, která se

---

<sup>219</sup> SEDLÁČEK, Tomáš, ORRELL, David, CHLUPATÝ, Roman. *Soumrak homo economicus* [online]. 1. vyd. V Praze: 65. pole, 2012, s 14 [cit. 2013-02-03]. ISSN 978-80-87506-07-3.

<sup>220</sup> KOVANDA, Lukáš. *Krize se vrátí (Paul Samuelson)*. [online]. 2009 [cit. 2013-02-10]. Dostupné z: <http://kovanda.blog.tyden.cz/clanky/3447/krize-se-vrati-paul-samuelson.html>.

<sup>221</sup> Např. ČNB k regulaci kapitálového trhu na svých stránkách uvádí následující: „Důvěryhodnost a stabilita kapitálového trhu je jednou ze základních podmínek pro fungování ekonomiky. Tuto důvěryhodnost a stabilitu nelze zajistit pouze tržními mechanismy, proto je činnost účastníků

objevuje u vícero autorů. A to totiž, že regulace funguje v dialektickém vývoji. Základem – tezí – je inovace, která vyvolá reakci – regulaci (antitezi). Syntezí je poté fungování již regulované inovace.<sup>222</sup>

Tento vývoj je dle mého názoru velice trefný. Pouze bych dodal, že fáze mezi inovací a její regulací jsou kritické – generují vysoké zisky pro novátory na straně jedné, nesou s sebou však i rizika. Od fáze regulované inovace (syntezy) již bývá inovace stabilní, avšak již ne tak inovativní, tudíž ani rentabilní. Z hlediska swapů se domnívám, že se nyní nacházíme někde ve fázi implementace regulace (antiteze).

## 4.1 Institucionální rámec regulace swapů

Z důvodu přehlednosti bude tato kapitola dále dělena do analýzy institucionálního rámce českého a následně evropského.

### 4.1.1 Institucionální rámec regulace swapů v České republice

Předně je třeba poznamenat, že v České republice není orgán, který by se zabýval výhradně regulací swapů, ani finančních derivátů, ba ani trhu s finančními deriváty. V systematice české regulace finančních derivátů spadají derivátové obchody pod regulaci kapitálového trhu. Z hlediska subjektů obchodujících s finančními deriváty je situace komplexnější – tyto subjekty (zejména banky nebo např. pojišťovny) jsou také regulované. Z tohoto hlediska tedy můžeme nahlížet na regulaci finančních derivátů ve dvou úrovních (i) regulace přímo finančních derivátů a obchodování s nimi

---

kapitálového trhu regulována řadou omezujících a příkazujících pravidel, především v podobě právních předpisů (tzv. regulace kapitálového trhu). (...) Při výkonu dohledu nad kapitálovým trhem podle zákona o dohledu v oblasti kapitálového trhu ČNB posiluje důvěru investorů a emitentů investičních nástrojů v kapitálový trh zejména tím, že přispívá k ochraně investorů a rozvoji kapitálového trhu a podporuje osvětu v této oblasti. Pod tímto obecně definovaným posláním se rozumí především podpora zdravého rozvoje a transparentnosti kapitálového trhu, tržní disciplíny a konkurenceschopnosti poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu, předcházení systémovým krizím, podpora emisních aktivit, ochrana investorů a klientů a posilování důvěry veřejnosti v kapitálový trh“, viz Regulace a dohled nad kapitálovým trhem. ČNB [online]. [cit. 2013-02-03]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/vykon\\_dohledu/postaveni\\_dohledu/kapitalovy\\_trh/index.html](http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/postaveni_dohledu/kapitalovy_trh/index.html).

<sup>222</sup> SUCHÁ, Anna. Návrh nové evropské legislativy o trzích finančních nástrojů. *EPRAVO.CZ* [online]. [cit. 2013-02-03]. Dostupné z: <http://www.epravo.cz/top/clanky/navrh-nove-evropske-legislativy-o-trzich-financnich-nastroju-79554.html>

(viz dále) a (ii) jednotlivé regulace dopadající na jednotlivé subjekty (např. bankovní regulace).

Z hlediska české úpravy dohledu nad trhem s finančními deriváty je zásadní zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance („**Zákon o ČNB**“), který vymezuje postavení ČNB. Základní ustanovení tohoto zákona mimo jiné označují ČNB jako orgán vykonávajícím dohled nad finančním trhem. ČNB vykonává dohled nad osobami působícími na finančním trhu, provádí analýzy vývoje finančního systému, pečuje o bezpečné fungování a rozvoj finančního trhu v České republice a přispívá ke stabilitě jejího finančního systému jako celku.<sup>223</sup>

Dle § 44 Zákona o ČNB provádí ČNB mimo jiné dohled nad obchodníky s cennými papíry, emitenty cenných papírů, centrálním deponitářem, jinými osobami vedoucími evidenci investičních nástrojů, investičními společnostmi, investičními fondy, provozovateli vypořádacích systémů, organizátory trhů s investičními nástroji a dalšími osobami, o nichž tak stanoví zvláštní právní předpisy upravující oblast podnikání na kapitálovém trhu. Krom Zákona o ČNB je z hlediska dohledu nad kapitálovým trhem důležitý zejména zákon č. 15/1998 Sb. o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, který je spíše procesně technického charakteru. Tento zákon detailněji upravuje působnost ČNB v oblasti regulace kapitálového trhu, dále pak např. řízení před ČNB nebo sankce, které může ČNB udělit. Dalším předpisem upravujícím konkrétní pravomoci a postavení ČNB je ZPKT.

Vedle ČNB je z institucionálního hlediska třeba zmínit ještě tzv. Výbor pro finanční trh (zřízen dle § 45a a násl. Zákona o ČNB). Tento výbor byl předvídan od 1.4.2006 novelou Zákona o ČNB. Výbor pro finanční trh sleduje a projednává (i) obecné koncepce, strategie a přístupy k dohledu nad finančním trhem, (ii) významné nové trendy na finančním trhu, v jeho dohledu nebo regulaci a (iii) systémové otázky finančního trhu a výkonu dohledu nad ním, a to vnitrostátní i mezinárodní povahy. Výbor je sedmičlenný a svým složením by měl pokrýt odborníky z celého spektra finančních trhů (osoby navržené na návrh zájmových organizací sdružujících účastníky

---

<sup>223</sup> Před ČNB prováděla dohled nad kapitálovým trhem Komise pro cenné papíry.



finančního trhu, člen bankovní rady, zaměstnanci Ministerstva financí České republiky („MF ČR“) a finanční arbitr). Cílem Výboru pro finanční trh (kromě toho být poradním orgánem) je integrovat dohled nad finančním trhem (proto Zákon o ČNB předvídá takovéto složení).<sup>224</sup>

Z hlediska legislativně technického se na regulaci podílí i MF ČR, a to tím že zapracovává, vytváří a předkládá potřebnou legislativu v této oblasti. Na MF ČR existuje sekce finančních trhů, která je rozdělená do tří odborů (Finanční trhy I, Finanční trhy II a Státní kontrola a dozor na finančním trhu).

#### **4.1.2 Institucionální rámec komunitární regulace swapů**

Institucionální rámec regulace z hlediska práva EU je neodmyslitelně spjat s tzv. Lamfalussyho procesem z roku 2000. Cílem Lamfalussyho procesu je zjednodušit a urychlit legislativní proces EU v oblasti finančních služeb. Lamfalussyho proces probíhá ve čtyřech stupních (popsaných typickým evropským ptydepe):

(i) Stupeň 1 zahrnuje právní normy, zejména směrnice a nařízení, přijaté v souladu s procedurou spolurozhodování Radou a Evropským parlamentem. Primární legislativa upravuje charakter a rozsah prováděcích opatření, které na základě návrhu Evropské komise budou schvalovány na stupni 2;

(ii) Stupeň 2 zahrnuje prováděcí předpisy (směrnice resp. nařízení) k primární legislativě přijaté Evropskou komisí;

(iii) Stupeň 3 má za cíl zajistit řádné a včasné promítnutí primární a sekundární legislativy posílením spolupráce dozorových orgánů; a

(iv) Stupeň 4 má za cíl posílit vynucování evropských právních norem zajištěním spolupráce Evropské komise, členských států a dozorových institucí. Vymáhání práva EU je ve výhradní pravomoci Evropské komise.<sup>225</sup>

K urychlení Lamfalussyho procesu přispěla i tzv. De Larosièrova zpráva, ve které je vysloveno doporučení k integrálnější komunitární regulaci kapitálových trhů. Což se také stalo.<sup>226</sup> A na čemž se neustále pracuje.<sup>227</sup>

---

<sup>224</sup> Dle připravované legislativy však Vláda české republiky hodlá tento výbor zrušit.

<sup>225</sup> Blíže viz Zahraniční vztahy/EU. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. [cit. 2013-02-03]. Dostupné z: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/fintrh\\_zahr\\_vztahyEU.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/fintrh_zahr_vztahyEU.html).

Od 1. ledna 2011 byl nahrazen výbor pro evropskou regulaci cenných papírů (tzv. „CESR“ „*The Committee of European Securities Regulators*“), a to Evropským orgánem pro cenné papíry a trhy („*European Securities and Market Authority*“ - „ESMA“<sup>228</sup>). ESMA má legislativní základ v Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1095/2010, o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy), o změně rozhodnutí č. 716/2009/ES a o zrušení rozhodnutí Komise 2009/77/ES. Svou podstatou se jedná o subjekt EU a má právní subjektivitu (čl. 5 uvedeného nařízení). Tímto se svým vymezením dostala na kvalitativně vyšší úroveň, než předcházející organizace CESR. Dle preambule k výše uvedenému nařízení ESMA rovněž přijímá vhodná opatření v souvislosti s nabídkami převzetí, zúčtování a vypořádání a otázkami v oblasti derivátů.<sup>229</sup>

Vedle ESMA vznikla nově i Evropská rada pro systémová rizika („*European Systemic Risk Board*“ – „ESRB“), jejíž úpravu obsahuje Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1092/2010, o makrobezpečnostním dohledu nad finančním systémem na úrovni Evropské unie a o zřízení Evropské rady pro systémová rizika. ESRB má za úkol působit na makroúrovni, konkrétně je odpovědná za makrobezpečnostní dohled nad finančním systémem v rámci Unie s cílem přispívat k předcházení systémovým rizikům pro finanční stabilitu v Unii, která jsou důsledkem vývoje v rámci finančního systému, nebo k jejich zmírňování, při zohlednění makroekonomického vývoje tak, aby nedocházelo k výskytům rozsáhlých finančních problémů. Přispívá k řádnému fungování vnitřního trhu a zajistí tím trvalý příspěvek

---

<sup>226</sup> Blíže viz MIŠŮR, Peter. Evropská komise připravuje významné změny v regulaci finančních trhů, *Obchodněprávní revue* 6/2010, s. 177.

<sup>227</sup> Viz MIŠŮR, Peter. Evropská komise předložila ambiciózní legislativní plán na rok 2012, *Obchodněprávní revue* 2/2012, s. 53 a MIŠŮR, Peter. Evropská komise hodlá naplňovat pracovní program na rok 2013, *Obchodněprávní revue* 1/2013, s. 19.

<sup>228</sup> K jednotlivým pravomocem blíže viz KRÁLÍK, Aleš, HOLEŠ, Stanislav. K novým pravomocem Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy, *Obchodněprávní revue* 6/2011, s. 176 nebo FAULHAMEROVÁ, Zdenka, HERBOCZKOVÁ, Jana. Pravomoci evropských orgánů dohledu nad finančním trhem, *Obchodněprávní revue* 9/2010, s. 273.

<sup>229</sup> Vedle ESMA vznikly nedávno další dva regulační orgány EU: Evropský orgán pro bankovníctví (European Banking Authority, „EBA“) a Evropský orgán pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění (European Insurance and Occupational Pensions Authority, „EIOPA“), viz MATUŠTÍK, Radek. Novelizace v oblasti dohledu nad finančními trhy. *EPRAVO.CZ* [online]. 2012 [cit. 2013-02-03]. Dostupné z: <http://www.epravo.cz/top/clanky/novelizace-v-oblasti-dohledu-nad-financnimi-trhy-81467.html>.

finančního odvětví k hospodářskému růstu (viz čl. 3 odst. 1 zmíněného nařízení).<sup>230</sup> Z hlediska swapů lze upozornit na zprávu, kterou vydala tato Rada ohledně OTC swapů.<sup>231</sup>

Ačkoli lze nabýt pocitu, že se v rámci evropského dohledu pouze přesunovaly a přejmenovávaly orgány na výbory a začala se tak typicky evropsky „pilířovat“ regulace na mikro a makro úroveň, výše uvedené orgány se skutečně spolupodílely na tvorbě vcelku zásadních právních aktů, které utváří současnou regulaci swapů.

## 4.2 Regulace swapů

Z hlediska meritorní regulace swapů jsou zásadní tři následující evropské předpisy: (i) MiFID („*The Markets in Financial Instruments Directive*“ - Směrnice o trzích finančních nástrojů) č. 2004/39/ES a její změny a navazující předpisy, (ii) Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 ze dne 4. července 2012 o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů („**Nařízení o OTC derivátech**“) a (iii) Nařízení o prodeji na krátko (Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 236/2012).

Ad (i): Směrnice MiFID byla svým způsobem revolucí na finančních trzích v EU. Kromě regulace přístupu a podmínek činnosti investičních podniků, volného pohybu investičních služeb a výkonu investiční činnosti (tzv. pasportizace) MiFID stanovila a zpřísnila kritéria pro provozování a vstup na regulované trhy. MiFID způsobila také významnou novelizaci ZPKT. Z hlediska finančních derivátů je MiFID významná tím, že je v zásadě nadefinoval a určila i některé povinnosti obchodníků s cennými papíry (tzv. „*best execution*“ – tedy provádět pokyny svých zákazníků týkající se investičních nástrojů za nejlepších podmínek), které se týkaly i finančních derivátů, pokud s nimi tento obchodník obchodoval. Bohužel je však MiFID omezena na regulované trhy, tudíž ne na OTC. Jak píše JUDr. Elek: „Plnění povinnosti „*best execution*“ ve vztahu k OTC derivátům by si bylo možné teoreticky představit jen v

---

<sup>230</sup> Pro úplnost dodejme, že ESBR i ESMA jsou součástí tzv. Evropského systému finančního dohledu, který je tvořen ještě EBA a EIOPA (obě viz výše) a Společným výborem evropských orgánů dohledu („*Joint Committee of European Supervisory Authorities*“), který je spíše koordinačním a mezioborovým orgánem.

případě, že se obchodník zaváže, že bude pro zákazníka hledat nejvýhodnější nabídku na OTC trhu. V takovém případě by se však jednalo nikoliv o obchodování na vlastní účet obchodníka, ale o provádění pokynů zákazníka, tj. obchodník by jednal jako broker, nikoliv jako dealer. V praxi však takováto služba není obchodníky nabízena a trh OTC derivátů funguje jako dealerský trh, nikoliv jako brokerský<sup>232</sup>.

Lze tedy shrnout s tím, že směrnice MiFID regulovala pouze některé aspekty OTC derivátů. Dále si je také třeba uvědomit, že MiFID vznikala před finanční krizí, tudíž nebyla reakcí na následky zejména CDS (na rozdíl od dále jmenovaných nařízení).

Směrnice MiFID bude v budoucnu nahrazena tzv. MiFID II a MiFIR, které budou aktualizovat a doplňovat dnešní znění.<sup>233</sup>

Ad (ii): Nařízení o OTC derivátech je převratnou novinkou právě v obchodování s OTC deriváty. V zásadě totiž stanovuje povinnost provádět některé OTC obchody pomocí tzv. ústředních (centrálních) protistran a stanovuje tzv. clearingovou povinnost. Dle článku 4 Nařízení o OTC derivátech smluvní strany provedou clearing všech OTC derivátových smluv týkajících se kategorie OTC derivátů, u níž byla dle článku 5 odst. 2 stanovena povinnost clearing. Tato povinnost je zatím hojně diskutována právě orgánem ESMA – předpokládá se, že kategorie smluv, u kterých bude nutné vypořádání, bude zveřejněna po velké diskusi<sup>234</sup> v půli roku 2013.<sup>235</sup> Samo Nařízení o OTC derivátech dále stanovuje zejména podmínky pro povolení k činnosti a dohled nad centrálními protistranami a jiné regulatorní požadavky na tyto instituce.

V souvislosti s Nařízením o OTC derivátech je třeba konstatovat, že se jedná zřejmě o nejvýznamnější systémový krok v oblasti regulace finančních derivátů.

---

<sup>231</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD. Implementing OTC Derivatives Market Reforms. [online]. 2010 [cit. 2013-02-24]. Dostupné z: [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_101025.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101025.pdf).

<sup>232</sup> ELEK, Štefan. Povinnost obchodníků s cennými papíry provádět pokyny zákazníků za nejlepších podmínek, *Obchodněprávní revue* 1/2010, s. 1.

<sup>233</sup> DOLEŽALOVÁ Daniela. K návrhu nařízení a novely směrnice o trzích finančních nástrojů, *Obchodněprávní revue* 9/2012, s. 256.

<sup>234</sup> Viz Discussion Paper: Draft Technical Standards for the Regulation on OTC Derivatives, CCPs and Trade Repositories. ESMA [online]. 2012 [cit. 2013-02-03]. Dostupné z: <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-95.pdf> a Final Report. ESMA [online]. 2012 [cit. 2013-02-03]. Dostupné z: [http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-600\\_0.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-600_0.pdf).

<sup>235</sup> The Impact of EU OTC Derivatives Regulation on Financial Counterparties. SLAUGHTER AND MAY str. 3 [online]. 2012 [cit. 2013-02-03]. Dostupné z: <http://www.slaughterandmay.com/media/1914499/the-impact-of-eu-otc-derivatives-regulation-on-financial-counterparties.pdf>.

Nutnost obchodování přes centrální protistrany a povinnost clearingů totiž značně přispívají k celkové vyváženosti a stabilitě systému.<sup>236</sup> Odborná literatura vidí v tomto počínu úspěšný krok k transparentnosti OTC trhů.<sup>237</sup>

Ad (iii): pakliže bylo výše uvedeno, že MiFID je konstruována v „bezstarostných“ předkrizových letech a Nařízení o OTC derivátech je reakcí na finanční krizi, pak Nařízení o prodeji na krátko je jednoznačně reakcí na krizi dluhovou. Nařízení o prodeji na krátko reguluje dvě relativně samostatné oblasti, a to prodej na krátko (tzv. „*short-selling*“) a CDS.

Toto nařízení pak rozlišuje mezi tzv. krytým prodejem na krátko akcií a dluhopisů (např. situace, kdy si obchodník akcie půjčil nebo zajistil jiným způsobem s obdobným právním účinkem a prodává je). Nekrytým prodejem na krátko pak je situace, kdy obchodník v době uzavírání obchodu akcie vůbec nemá (avšak slíbí je dodat). Nekrytý prodej na krátko je dle tohoto nařízení zakázaný.

Ohledně CDS toto nařízení zakazuje držet tzv. nekryté CDS (tedy CDS, které nechrání proti úvěrovému riziku) na státní dluhopisy. CDS na státní dluhopisy, které slouží k zajištění (hedgingu) však povoleny nadále jsou.

Na první pohled se může zdát, že regulace nekrytého prodeje na krátko a nekrytých CDS na státní dluhopisy jsou dvě nesourodé právní kategorie. Avšak jsou spojeny jedním ekonomickým principem, a to že obchodník na nich vydělává v případě, že někdo jiný prodělává. Stejného názoru je i odborná literatura: „Je tomu tak snad proto, že oba tyto instituty mají určitou podobnost ekonomickou, neboť jejich výnos závisí na poklesu hodnoty určitého aktiva. Zatímco *short-selling* akcií a jeho restrikce jsou primárně důležité z hlediska cenového vývoje akcií obchodovaných na evropských

---

<sup>236</sup> Stejnou cestou – tedy cestou clearingů a centrálních protistran se vydaly i Spojené státy americké. Například zde je clearing a zavedení dobře regulovaných a kapitalizovaných centrálních protistran považováno za cestu k možnému budoucímu úspěchu (tzn. k předcházení krizím), viz CHANDER, Anupam, COSTA, Randall. Clearing Credit Default Swaps: A Case Study in Global Legal Convergence. *Chicago Journal of International Law*, Vol. 10, No. 639, 2010 *UC Davis Legal Studies Research Paper No. 211* [online]. 2010 [cit. 2013-02-11]. Dostupné z: <http://ssrn.com/abstract=1576765>.

<sup>237</sup> DIEKMANN, Hans, FLEISCHMANN, Dermot. Der Verordnungsentwurf der Europäischen Kommission für den OTC-Derivatemarkt. *Wertpapiermitteilungen*. 2011, č. 24, s. 1105 nebo NIETSCH, Michael, GRAEF, Andreas. Regulierung der europäischen Märkte für außerbörsliche OTC-Derivate. *Der Betriebs-Berater*. Heidelberg: Recht und Wirtschaft, 2010, s. 1361. ISSN 0340-7918.

regulovaných trzích a tudíž evropské ekonomiky jako celku, v případě regulace short-sellingu státních dluhopisů a CDS vztahujících se ke státním dluhopisům jde hlavně o souvislost s financovatelností státního dluhu (rostoucí cena CDS může signalizovat nedůvěru trhu ke schopnosti státu dostát svým závazkům a následně prodražit financování státního dluhu). Hlavním důvodem pro úpravu obou těchto institutů v jednom legislativním aktu je právě to, že oba mohou sehrát významnou roli v případě turbulentního vývoje na finančních trzích, jak se naposledy mělo projevit v průběhu finanční krize“ uvádí Mgr. Holeš a na závěr dodává: „Samotná regulace short-sellingu a CDS potom i nadále vzbuzuje otázky o její adekvátnosti a přiměřenosti. Teprve budoucnost ukáže, zda tato regulace skutečně výrazněji napomáhá řešení „krizových situací“ na kapitálových trzích v Evropské unii, tj. zda to nebyly spíše fundamentální nedostatky v hospodaření a ekonomické situaci jednotlivých členských států Evropské unie, které „krizovou situaci“ způsobily či prohloubily, než nařízením přísně regulovaný nekrytý short-selling akcií, nekrytý short-selling státních dluhopisů nebo nekryté CDS na státní dluhopisy“.<sup>238</sup>

### 4.3 Role nestátních subjektů

Na tomto místě si troufám tvrdit, že málokterá oblast práva je tak ovlivněna nestátními subjekty jako právě právo finančních derivátů. A to konkrétně jedním subjektem známým odborné veřejnosti pod zkratkou ISDA („*International Swaps and Derivatives Association*“, česky Mezinárodní asociace swapů a derivátů). ISDA je opravdu v oblasti swapů a derivátů obecně světově uznávanou institucí, která nemá obdoby.<sup>239</sup> ISDA je zajímavá z hlediska své podstaty – jedná se totiž o nestátní mezistátní organizaci, jejímiž členy jsou přední účastníci trhů se swapy a ostatními deriváty. Tato organizace nemá žádnou pravomoc, není ve vrchnostenském, nadřazeném postavení vůči obchodníkům s finančními deriváty, ba ani není regulátorem

---

<sup>238</sup> HOLEŠ, Stanislav. Nařízení o krátkých prodejích a swapech úvěrového selhání, *Obchodněprávní revue* 1/2012, s. 21.

<sup>239</sup> Z důvodů příbuznosti oborů mohou vzdáleně sekundovat ISDA ještě „*International Capital Market Association*“ (ICMA) (Mezinárodní asociace pro kapitálový trh – viz <http://www.icma-group.org> [cit. 2013-02-22]) nebo „*European Banking Federation*“ (EBF) (Evropská bankovní federace – viz <http://www.ebf-fbe.eu> [cit. 2013-02-22]). Obě tyto organizace se však tematikou finančních derivátů zabývají spíše okrajově, nevýhradně.

trhu. ISDA je na ostatních naprosto nezávislá organizace, ve které důležití hráči na trhu OTC finančních derivátů participují, kde se scházejí a kde – a to zejména – vznikají standardizované dokumentace (smlouvy, výklady) k finančním derivátům. S nadsázkou by se dalo tvrdit, že ISDA je takový zákonodárce pro finanční deriváty *sui generis*. Tedy tam, kde státy zaspaly v legislativě, nastoupila tato organizace, jejímž pravidlům se účastníci trhu dobrovolně podvolují. Je třeba říci, že tento model je vysoce efektivní a představuje dle mého názoru budoucnost vysoce specializovaných interdisciplinárních právně-ekonomických odvětví, a to zejména z toho důvodu, že státy si často nemohou dovolit (možná ani nechtějí) zaměstnat experty na takto úzce definovaný segment práva.<sup>240</sup>

K historii a charakteristice ISDA – tato organizace byla založena roku 1985, má hlavní sídlo v New Yorku a má přes 800 institucionálních členů z více než 60 zemí. Základním cílem ISDA je učinit OTC trhy derivátů bezpečné a efektivní. Dále se ISDA soustřeďuje na tři dílčí cíle: (i) redukce rizik selhání protistran, (ii) zlepšování a zvyšování transparentnosti OTC trhů s finančními deriváty a (iii) zlepšení operačních možností průmyslu. Těchto cílů se snaží ISDA dosáhnout pomocí vytvoření stabilních OTC trhů a silného regulatorního rámce. ISDA má samozřejmě svoji vnitřní strukturu, která čítá vícero komisí, z nichž jednu z nejdůležitějších tvoří již výše zmíněná Určovací komise<sup>241</sup> („*EMEA Credit Derivatives Determinations Committee*“).

Základním kamenem ISDA je ovšem tvorba unifikované dokumentace, zejména smluv. Tyto smlouvy jsou vytvářeny odborníky na slovo vzatými a jejich vývoj trvá řadu let. Výsledkem jsou velice komplikované smlouvy, které si lze od ISDA jednoduše zakoupit. Tyto smlouvy si mohou strany samozřejmě poupravit dle svých aktuálních přání a potřeb, avšak není tomu v zásadě třeba.

---

<sup>240</sup> Vedle ISDA je třeba vyzdvihnout i jinou obdobně úspěšnou organizaci – „*Loan Market Association*“ (LMA – Asociace úvěrového trhu). Tato organizace je svým naturelem podobná ISDA, zaměřuje se na úvěrování a zejména na přípravu standardizované dokumentace. Troufám si říci, že v dnešní době je nemyslitelné vytvořit solidní smlouvu o syndikovaném úvěru bez LMA vzorů. Více informací viz <http://www.lma.eu.com> [cit. 2013-02-22].

<sup>241</sup> Určovací komise je velice radikální změnou ve fungování CDS. Jako taková byla zavedena až v roce 2009. Pro strany CDS je její rozhodnutí závazné. Předtím, než byla tato komise ustavena rozhodovaly o defaultu pouze strany mezi sebou, což logicky vedlo ke sporům, viz LITTEN, Rüdiger, BELL, Matthias. Kreditderivate - Neue Dokumentations-Standards als Reaktion auf die globale Finanzmarktkrise. *Wertpapiermitteilungen*. 2011, č. 24, s. 1109.

Nejzásadnějším dokumentem vypracovaným ISDA je tzv. ISDA Master Agreement 2002, který slouží jako rámcová smlouva i jako jakési standardizované obchodní podmínky pro OTC finanční deriváty. V jistém ohledu nahrazuje tento dokument burzovní pravidla. ISDA Master Agreement 2002 vznikl rozsáhlou revizí svého předchůdce z roku 1992. Odborná literatura se k tomuto rámcovému kontraktu hojně vyjadřuje<sup>242</sup>, čímž přispívá k jeho budoucímu vylepšení.

ISDA Master Agreement 2002 obsahuje zejména následující důležitá ustanovení, ke kterým se strany derivátu smluvně zaváží: (i) dohodu o jednotnosti smlouvy (tzv. „*single agreement concept*“), (ii) případy ukončení smlouvy, (iii) různá prohlášení stran (tzv. „*representations (and warranties)*“) nebo například (iv) dohody o zdanění.<sup>243</sup> Bez nadsázky lze tvrdit, že tato smlouva je největším úspěchem sjednocení OTC trhu s finančními deriváty.

Mimo smluvní dokumentace ISDA zajišťuje a organizuje různá školení a kurzy a vydává směrnice („*guidelines*“) a vyjádření / názory („*opinions*“) jak ke svým smlouvám, tak k aktuální legislativě týkající se finančních derivátů.<sup>244</sup> Všechny tyto přidružené dokumenty jsou samozřejmě právně nezávazné. Strany derivátových kontraktů jim však přikládají vysokou důležitost.<sup>245</sup>

Na druhou stranu je však třeba dodat, že ISDA smlouvy nejsou „všelékem“. Zásadní problém tkví v tom, že jsou konstruovány dle amerického či anglického práva, které je například od českého v mnohém odlišné. Ještě překérnější pak bude situace, kdy tuto smlouvu budou chtít mezi sebou uzavřít dva české subjekty, tedy pokud by smlouva byla uzavírána bez mezinárodního prvku. V tomto případě je samozřejmě

---

<sup>242</sup> Blíže viz např. HENDERSON, Schuyler. ISDA 2002 Master Agreement. *Journal of International Banking and Financial Law*. 2003, Volume 18/Issue 3, s. 99. nebo CHANDY, Matthew, KOSHY, Shinoj. ISDA Master Agreement: some key features. *Journal of International Banking and Financial Law*. 2007, Volume 22/Issue 5, s. 268.; zde například rozbor ISDA Master Agreement a islámského práva šaría: SAQQAF, Luma. Documenting Shariah-compliant derivatives under ISDA Master Agreements: a Middle Eastern flavour. *Journal of International Banking and Financial Law*. 2008, Volume 23/Issue 3, s. 141.; zde je například návrh na vylepšení tzv. close out netting klauzule (viz výše) PARKER, Edmund, MCGARR, Aaron. The ISDA Master Agreement and CSA: close-out weaknesses exposed in the banking crisis and suggestions for change. *Journal of International Banking and Financial Law*. 2009, Volume 24/Issue 1, s. 16.

<sup>243</sup> BERRY, John, TREDGETT, Richard. A New Master Agreement For The New Millenium: The Development Of The 2002 ISDA Master Agreement. *Journal of International Banking & Financial Law*. 2002, Volume 17/Issue 5.

<sup>244</sup> Tyto opinions tvoří jakési komentáře s vysokou validitou a přidanou hodnotou.



možné takovouto smlouvu uzavřít, strany si však mezi sebou dohodnou odlišně pouze to, co dovolují dispozitivní ustanovení českého práva.<sup>246</sup>

#### 4.4 Regulace de lege ferenda

Jelikož byla tato práce započata otázkou historie finančních derivátů, měli bychom se na konci této práce zamyslet nad tím, jakým směrem finanční deriváty krácejí a jakým směrem by kráčet měly.

Dovolte mi krátkou obecnější úvahu. Petr Robejšek, známý politolog a ekonom, vyjádřil v jedné své glose domněnku, že za moderními krizemi stojí „nezvládnutí složitosti systémů“. Důležitým faktorem v tomto ohledu je i globalizace, která je jaksí globálnější než kdy dříve. Globalizace násobí systémy a dělá je složitější. Komplexita je nezvládnutá, tudíž přicházejí krize. Otázkou je, zda-li je tato komplexita i nezvladatelná a neudržitelná. Dle Robejška lidé postavili Golema a nyní neví, co s ním.<sup>247</sup>

To, co Robejšek uvádí ve své glose, lze rozhodně pozorovat u finančních derivátů. Moderní finanční inženýrství a inovace by se daly přirovnat ke středověkým alchymickým dílnám, kdy se pracovalo metodou pokus - omyl. Pokusem je zde zavedení nového inovativního finančního derivátu... Omyl přijít může i nemusí, obvykle je toto čekání výnosné pro jistou úzkou skupinu obchodníků.<sup>248</sup> Pokud krize nepřijde, nic se neděje. Pokud přijde, nastupuje regulace, často však již ex post.

Regulace pozná Achillovy paty systému a s těžkopádností sobě vlastní se je snaží chránit. Je otázkou kdy a jak úspěšně.

Co se týče konkrétní regulace a vývoje finančních derivátů, lze zde pozorovat „odvěký“ boj mezi smluvní volností, autonomií vůle či např. zásadou „vše je dovoleno,

---

<sup>245</sup> Více informací viz <http://www2.isda.org> [cit. 2013-02-22].

<sup>246</sup> Z hlediska mezinárodního práva soukromého tedy lze „obejít“ domácí právo „o stupeň méně“. Pokud by se totiž řídila smlouva mezi cizím a českým subjektem cizím právem, nelze opomenout tzv. imperativní normy. Pokud by se řídila českým právem, nelze opomenout jak imperativní normy, tak i kogentní normy. K tomuto (byť ke starší verzi ISDA smlouvy, avšak zdá se ojedinělý) článek viz SVOBODA, Marek. Mezinárodní swapové obchody: úvod do vzorové smlouvy ISDA Master Agreement (Multi-Currency, Cross-Border) *Právní rozhledy* 5/1997, s. 274.

<sup>247</sup> ROBEJŠEK, Petr. Za krizemi stojí nezvládnutá složitost. *E15* [online]. 2013 [cit. 2013-02-03]. Dostupné z: <http://euro.e15.cz/hyde-park/komentare/petr-robejsek-za-krizemi-stoji-nezvladnuta-slozitost-944475>.

<sup>248</sup> Tento názor zastává i prof. Jílek – vyznívá totiž z celé jeho knihy *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, s. 99. ISBN 80-247-0342-4.

co není výslovně zakázáno“ s ingerencí státní moci chránící veřejný zájem na fungování kvalitního a trvale udržitelného rozvoje finančních trhů pomocí regulace.

Finanční deriváty jako takové jsou velice prospěšné. Jejich výhody jsou nesčetné, avšak najdou se i zápory. Tyto zápory, v této práci uvedené, je třeba pojmenovat a regulovat.

Z mého pohledu bych omezil či dokonce zakázal některé komoditní deriváty na základní potraviny, které ve svých důsledcích mohou přinášet hrozbu volatility trhů s těmito základními potravinami, na kterých jsou země třetího světa závislé.<sup>249</sup> Tento názor a vývoj se může zdát paradoxní vzhledem k prvním „klasickým“ derivátům, které byly právě na obiloviny a které měly chránit prodejce před cenovými výkyvy způsobenými fází sklizně.

Z hlediska swapů jsou nejožehavější právě CDS. Jestli Warren Buffet zmiňoval zbraně hromadného ničení, pak CDS mohou být vpravdě špinavými bombami. Zde hodnotím jako velice zdařilé rozhodnutí EU regulovat tzv. nekryté (nahé) CDS, byť zatím jen u státních dluhopisů. Možná jednoho dne bude regulace taková, že se rozšíří počet subjektů, „proti“ nimž nebude možno uzavírat nekryté CDS (např. proti bankám či penzijním fondům).

Z tohoto důvodu je dle mého názoru důležité monitorovat od jistého objemu (tedy od objemu potencionálně nebezpečného) i OTC trh formou povinných hlášení kompetentním úřadům dohledu ať již na národní, nebo na komunitární úrovni. I větší – a prozatím rozumná – regulace OTC povede dle mého názoru ke zlepšení efektivity a transparentnosti obchodování na těchto trzích. Ovšem opět se oklikou vracíme k tomu, jak a proč OTC trhy vznikly, tedy z důvodu požadavku alternativy k regulovaným trhům. A současná regulace posouvá OTC trhy právě k regulovaným trhům. Dle mého názoru však v mezích únosného.

Závěrem bych chtěl dodat, že klíčovým „rozhřešením“ v boji regulace a deregulace je princip proporcionality, tedy situace (známá spíše z oblasti lidských práv, dle mého názoru však obecně platná, a to jak v akademickém právu, tak v životě) kdy jedno právo chrání důležitější hodnotu, kterou je třeba upřednostnit, avšak

s minimálním nutným omezením ostatních konkurujících práv, tak aby byla zachována úměrnost mezi jednotlivými právy, která jsou v konfliktu. A jak nás nedávná historie poučila, je zde u finančních derivátů a swapů především třeba akcentovat regulaci s jejími důsledky před deregulací.

---

<sup>249</sup> Zde lze například uvést možnou korelaci mezi tzv. arabským jarem a rekordně vysokými cenami základních potravin.

## 5 ZÁVĚR

V této rigorózní práci jsem se pokusil nastínit zejména právní a funkční charakteristiku swapů, tedy finančních derivátů. Jelikož jsou swapy obecně řazeny ke složitějším finančním derivátům, čemuž odpovídá i jejich standardní systematické zařazení v odborné literatuře<sup>250</sup> na konec výkladu k finančním derivátům, byl v této práci zvolen obdobný klíč, kdy nejdříve byla pozornost věnována obecným rysům finančních derivátů, které jsou – jak bylo v práci uvedeno - až na malé nuance shodné pro všechny typy derivátů, a až posléze bylo přistoupeno k samotným swapům. Část této práce, která se týkala výhradně swapů, byla rozdělena dle jejich soukromoprávního a veřejnoprávního charakteru. Z důvodů aktuálnosti a z důvodů možných praktických dopadů do budoucna i z hlediska nových výzev pro regulaci, byla zvláštní pozornost věnována swapům úvěrového selhání – tzv. CDS.

Dle postupného řazení jsem se zpočátku zaměřil na historický vzhled. Po studiu relevantní literatury lze uzavřít s tím, že finanční deriváty zažily ve svém vývoji vícero milníků. Dle mého názoru (ačkoli někteří autoři tvrdí opak) je hledání finančních derivátů v pradávne historii spíše snaha zaujmout, šokovat nebo alespoň přijít s něčím originálním. Domnívám se však, že o finančních derivátech v dnešním slova smyslu můžeme hovořit až od 19. století, kdy byly v USA „vynalezeny“ takzvané „*to-arrive*“ kontrakty, které zafixovaly cenu a umožnily pozdější dodávku. Tento princip dal základ moderním derivátům. Dalším milníkem – již složitěji datovatelným – byl nástup spekulace, který dodal derivátům naprosto jiný rozměr. Rozměr, který se stal hnací silou pro jejich další rozvoj. Jako jeden z posledních milníků lze uvést „vynález“ swapů, tedy období 80. let. Pomyslnou „třešničkou na dortu“, tedy gradací odtažení finančních derivátů od jejich původního účelu, byl vynález CDS v 90. letech.

Ohledně samotné podstaty finančních derivátů bych z těch v práci uvedených zdůraznil následující body: (i) odvozenost (derivovanost), tedy vztah, závislost a

---

<sup>250</sup> Srovnej např. českou zjevně nejobsáhlejší a nejkompaktnější monografii k finančním derivátům: JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, 624 s. ISBN 80-247-0342-4.

korelaci s podkladovým aktivem, (ii) smluvní charakter, jelikož jak bylo v této práci na vícero místech ukázáno, je smluvní charakter pro finanční deriváty zásadním funkčním mechanismem, (iii) nahodilost, proměnnost, neznámost a značný prvek rizika, (iv) časový aspekt, který odlišuje derivátové obchody od obchodů promptních a (v) nápadná podobnost a shodné znaky se sázkami a hrami.

Z hlediska účelu uzavírání finančních derivátů jsem v této práci zdůraznil následující dle současné literatury signifikantní účely, a to (i) zajištění, (ii) spekulaci, (iii) tvorbu trhu, (iv) arbitráž a (v) zbytkovou kategorii jiných účelů (deriváty jako formu odměny a deriváty podvodné). Z těchto uvedených bych závěrem chtěl zdůraznit dva predominantní účely, a to zajištění a spekulaci. Jak jsem výše v práci na více místech uvedl, jsou finanční deriváty soukromoprávními smlouvami typicky uzavíranými mezi dvěma smluvními partnery (opomeňme teď role centrálních protistran), které se vyznačují tím, že jsou tzv. hrami s nulovým součtem („*zero-sum game*“), tedy že součet zisků a ztrát obou partnerů je nulový. Jinými slovy kolik získá jeden z partnerů, tolik druhý z partnerů ztratí. Toto je třeba brát v potaz při zasazení spekulace a zajištění („*hedgingu*“) do souvislostí. Často u finančních derivátů totiž nastává situace, kdy jedna strana zajišťuje a druhá spekuluje – tedy „sází proti“. Kapitulu o účelu finančních derivátů lze tudíž shrnout s tím, že tyto dvě strany jedné mince jsou nejčastějším účelem sjednávání finančních derivátů.

V následující kapitole jsem se věnoval zřejmě právně nejsložitějšímu problému, a to právnímu postavení finančních derivátů dle českého práva. Z hlediska právního (tedy ne z hlediska funkčně-ekonomického) zde byla nastolena fundamentální otázka „co jsou vlastně finanční deriváty z pohledu českého práva zač?“. Z dalšího výkladu a z celkového světového etablování finančních derivátů do finančních trhů lze pozorovat, že finanční deriváty dospěly do vysoce komplexních struktur tvořících „svěbytný svět“. Nestojí však tento „svět“ na hliněných nohou? V této práci jsem na tuto otázku nazíral prizmatem českého práva (a částečně i německého). Z výše uvedených hypotéz jsem dovedl, že ač by mohly být finanční deriváty považovány za inominátní smlouvy dle ObchZ, existují zde velice závažné pochybnosti, že jsou tyto smlouvy velice blízko hře a sázce dle úpravy obsažené v OZ, a to zejména z důvodů náhodnosti a nejistoty budoucích úspěchů spojených s výhrou a prohrou stran. Následky

subsumpce finančních derivátů pod hru a sázku jsou ovšem z právně-ekonomického hlediska fatální. Z her a sázek totiž vzniká stranám pouze tzv. naturální obligace, což je závazek oslabený o nárok. Jinými slovy závazky z her a sázek nelze vymáhat. Z výše uvedeného výkladu je patrné, že se za současného znění ObchZ a OZ přikláním k tomu, že finanční deriváty jsou hrami a sázkami a že tudíž nepožívají ochrany soudní vymahatelnosti. NOZ již na tuto situaci pamatoval a výslovně tedy stanovil exempci *ex lege*, dle které finanční deriváty ve výsledku nejsou sázkou a hrou. Obdobný teoreticko-právní problém řešila německá právní literatura, jak je výše uvedeno. K jednoznačnému vyřešení celé situace v Německu přispěla až nová litera zákona obdobná jako proklamace obsažená v NOZ. Jelikož vím, že každý teoretický závěr je třeba zasadit do praxe, je nutno jednoznačně uvést, že ačkoli z právně teoretického hlediska můžeme finanční deriváty v akademické diskusi považovat za sázku a hru, je v právní praxi tento závěr v zásadě neaplikovatelný. Jedná se zde totiž o novodobý problém (často finančního) práva, a to o rozdílnou dynamiku vývoje ekonomické reality a právní regulace, kdy ekonomická realita utíká právu každou minutou. Základním nástrojem, jak tento problém dynamik řešit, je zejména teleologický výklad příslušných norem a dále pak princip „není soudce bez žalobce“ („*nemo iudex sine autore*“), který se často aplikuje s ohledem na to, že s finančními deriváty zacházejí zpravidla profesionálové, kteří si jsou vědomi případných nákladů na soudní spory. Z těchto důvodů uvádím výše i možnosti řešení v případě obav z naturální obligace, a to (i) volbu cizího práva (ii) slib odškodnění jakožto samostatný závazek nebo případně (iii) volbu arbitráže, která by aplikovala alternativní postupy (rozhodování podle zásad spravedlnosti - *ars aequi et boni*, případně rozhodování jako „*amiable compositeur*“).

Zdánlivě obdobná otázka byla řešena v následující kapitole, a to definice a postavení finančních derivátů v českém právním řádu. Na rozdíl od předešlé kapitoly jsem se v této kapitole zaměřil na formální vymezení finančních derivátů dle českého práva - tedy ne na otázku dle čeho se finanční deriváty řídí, ale na otázku, jak je český právní řád definuje. Odpověď na tuto otázku zdá se být na první pohled neuspokojivá. Ani české právo, ani komunitární právo finanční deriváty v zásadě nedefinují, pouze zaznamenávají, že existují, a to tak že s jednotlivými finančními deriváty pracují tak, jako by se jednalo o obecně známé pojmy (což se dle mého názoru nejedná). Jistým

vodítkem zde mohou být účetní standardy, které stanovují definice derivátů, byť je jejich právní závaznost buď nulová, nebo pouze velice nízká.

Následující kapitola - poslední čistě teoretická, vztahující se univerzálně ke všem finančním derivátům - osvětlila klasifikaci finančních derivátů. Dle tradičních dělení můžeme tyto dělit dle: (i) místa sjednávání, (ii) toho, zda-li se jedná o termínované operace, či opční kontrakty, (iii) podkladových aktiv a (iv) ukončení. Zejména způsoby ukončení derivátových obchodů hrají pro nynější podobu finančních derivátů zásadní význam. V zásadě totiž můžeme rozlišovat mezi ukončením dodáním nebo ukončením vypořádáním. Ukončení dodáním bylo dříve standardním způsobem ukončování derivátových obchodů. Mimo jiné to znamenalo, že spekulant provádějící spekulativní obchody s kukuřicí v půli 19. století mohl skončit tak, že mu zbylo x tun kukuřice, či jiné komodity (tedy podkladového aktiva). V dnešní době jsou deriváty ukončovány vypořádáním, což znamená, že jejich vztah k podkladovému aktivu se fakticky oddálil a je používán již pouze jako reference, určující hodnotu tohoto derivátu. Vypořádání v penězích tak umožňuje dosáhnout toho, že je trh na jednu stranu likvidnější, na druhou stranu plný spekulantů bez jakéhokoli vztahu k podkladovému aktivu (což například v případě komodit může vést k neblahým následkům).

V následující kapitole – poslední před zabřednutím *in medias res* – jsem analyzoval ostatní finanční deriváty. Kromě opcí, které se swapy příliš nespojují a které byly pouze nastíněny, však tato analýza nebyla samoúčelná. Jak forwardy, tak futures totiž mají jisté charakteristiky, které jsou aplikovatelné i na swapy. Forwardy jako takové tvoří základní typy finančních derivátů – lze na nich nejjednodušeji popsat základní funkční principy. Z hlediska swapů jsou forwardy jejich základními stavebními kameny, jelikož swapy jsou de facto složenými forwardy s vícero plněními v budoucnu. U futures – které jsou standardizované forwardy obchodovatelné na trzích – pak můžeme pozorovat jednu zásadní skutečnost. A to očekávání trhu do budoucna. Toto očekávání trhu, které se zrcadlí na ceně futures, tedy na budoucí předpokládané ceně podkladového aktiva, se náramně podobá ceně CDS, jež ukazuje očekávání trhu ohledně defaultu referenčního subjektu. Ač finanční deriváty nejsou univerzálním věštcem, mohou mnohé napovědět o budoucím vývoji. Na konec této kapitoly jsem se věnoval i „ostatním“ finančním derivátům, které často ani pravými finančními deriváty

nejsou, tedy: (i) warranty, (ii) maržovými obchody, (iii) spread bettingem a (iv) debt-to-equity swapem.

Kapitola třetí je již plně věnována swapům. V úvodu této kapitoly jsou zde nabídnuty definice swapů od různých autorů. S lehkostí anglicky psané literatury (a i anglického přístupu k problémům a definicím – KISS<sup>251</sup>) bych vyzdvihl krátkou avšak účelnou definici swapů od profesora Hulla: „Swap je smlouva mezi dvěma subjekty o výměně cash flow (peněžních toků) v budoucnu“. K rozdělení swapů jsem přistoupil „inovativním“ způsobem - dle mého názoru se v praxi vytvořily dvě základní skupiny swapů: (i) standardní (úrokové, měnové, akciové a komoditní) a (ii) úvěrové swapy.

Standardní swapy se opravdu podobají více složeným forwardům. Standardní swapy jsem dále rozdělil dle podkladových aktiv (úrokový, měnový, akciový a komoditní swap). Jak lze dovést z principu fungování těchto swapů, je jejich podkladové aktivum vsutku pouze referenčním prostředkem ke stanovení hodnot k vypořádání. Podrobněji byl tento postup jednotlivých vypořádání (tedy v zásadě jednotlivých forwardů) popsán na příkladu úrokového swapu, kde si dvě společnosti vyměňovaly fixní a variabilní úrokovou sazbu, respektive si plnily rozdíly v jednotlivých vypořádáních.

O poznání „nestandardnější“ jsou však swapy úvěrové. Úvěrové swapy jsou obecně nástrojem pro přenos a mitigaci úvěrového (kreditního) rizika, jako např. (i) rizika selhání, tedy neschopnosti dlužníka (emitenta obligace, příjemce půjčky/úvěru) splatit zcela či jenom zčásti svůj dluh nebo například (ii) rizika snížení ratingu čili obavy z nižší schopnosti generovat budoucí příjmy k uhrazení stávajících závazků. Nejtypičtějším představitelem kreditních / úvěrových swapů je CDS. Jedná se o kreditní derivát, v rámci kterého se kupující kreditního zajištění zavazuje platit prodávajícímu kreditního zajištění periodické fixní platby (tzv. swapovou prémii) po dobu životnosti kontraktu výměnou za podmíněnou platbu protistrany v případě výskytu kreditní události. Pokud úvěrová událost nenastane, kontrakt ve stanovenou dobu zaniká a prodejce tak pouze získá prémii za podstoupení možného kreditního rizika. Z hlediska následků a důsledků zneužití je právě CDS vůbec nejdůležitějším ze swapů. Z výše

---

<sup>251</sup> „Keep It Short and Simple (= KISS)“; Ať je to krátké a jednoduché.



úvedeného se podává vícero skutečností. Zejména lze pozorovat, že CDS a ostatní úvěrové swapy jsou vysloveně gradací finančních derivátů. Ačkoli mají stejnou genezi, historicky prvním derivátům se již moc nepodobají (vzpomeňme na amerického obchodníka s kukuřicí v půli devatenáctého století). Mezi ostatní kreditní deriváty jsem zařadil ještě tzv. „*total return swap*“ a „*credit linked note*“. Jistý prostor je v této kapitole věnován i tzv. „*naked swapu*“, tedy swapu kde ani jedna ze stran swapu si uzavřením CDS nejistí svou pozici. Tento swap byl následně uveden ještě v kapitole o regulaci swapů.

Následující kapitola se věnuje rizikům spojeným se swapy. Nutno podotknout, že nejrizikovější jsou právě úvěrové swapy. Swapy v sobě a s sebou nesou především následující rizika: (i) systémové riziko – dominový efekt, (ii) „*too big to fail*“, (iii) propojenost, (iv) informační asymetrie, (v) insider trading, (vi) „*white collar crime*“, (vii) „*moral hazard*“, (viii) negativní ekonomický zájem a (ix) obcházení regulace.

Na tomto místě bych chtěl jmenovitě zdůraznit poslední dvě uvedená rizika. Negativní ekonomický zájem je nejflagrantnější právě u CDS. U takzvaných naked swapů totiž jedna strana může dosáhnout zisku, pouze pokud se jiný subjekt dostane do předem definovaného defaultu. Tato situace (jakkoli je i morálně a eticky sporná) rozhodně nepřispívá ke stabilitě a udržitelnému rozvoji a růstu trhu. Druhým rizikem hodným zdůraznění je užívání swapů k obcházení regulace. A opět jsme u CDS, které svým způsobem nahrazují pojištění (avšak pojištěním nejsou, jak bylo ukázáno v kapitole 2.4.2). Ovšem pojišťovny jsou regulovány zvláštními zákony a jejich obchody jsou pod zákonným dohledem. Což však CDS nejsou (resp. nebyly v době finanční krize).

Kapitola čtvrtá se zabývá regulací swapů. Regulaci swapů je možno pozorovat v různých rovinách. Z hlediska institucionálního zde máme národní orgány dohledu nad kapitálovým trhem (a i nad jednotlivými účastníky kapitálového trhu - např. nad bankami), kterými v České republice primárně jsou ČNB a sekundárně (zejména z hlediska transformace a implementace evropské legislativy) pak MF ČR. Stále podstatnější roli v otázkách regulace však začínají hrát evropské orgány. Evropská unie vytvořila harmonogram nazvaný Lamfalussyho proces, jehož cílem je zjednodušit a urychlit legislativní proces EU v oblasti finančních služeb. Lamfalussyho proces

probíhá ve čtyřech stupních a k jeho urychlení a utvrzení jeho správnosti přispěla i tzv. De Larosièrova zpráva vytvořená jako reakce na finanční krizi. V této zprávě je vysloveno doporučení k integrálnější komunitární regulaci kapitálových trhů. Což se také děje - od 1. ledna 2011 byl nahrazen výbor pro evropskou regulaci cenných papírů (CESR) Evropským orgánem pro cenné papíry a trhy (ESMA), který na rozdíl od předešlého má právní subjektivitu, což jej kvalitativně posunuje o úroveň výše. Vedle ESMA vznikla nově i Evropská rada pro systémová rizika (ESRB).

Samotná regulace swapů – zejména jako reakce na finanční krizi – je prozatím provedena následujícími právními předpisy: (i) MiFID, (ii) Nařízení o OTC derivátech a (iii) Nařízení o prodeji na krátko. MiFID je spíše základním stavebním kamenem v otázce regulace finančních derivátů, jelikož finanční deriváty alespoň pojmenovává. Bohužel je však MiFID omezena pouze na regulované trhy, tudíž ne na OTC. Zato Nařízení o OTC derivátech jde dál. V zásadě stanovuje povinnost provádět některé OTC obchody pomocí tzv. ústředních (centrálních) protistran a stanovuje tzv. clearingovou povinnost, avšak toto nařízení zatím není plně aplikováno. Nařízení o prodeji na krátko stanovuje již jasné zákazy s ohledem na dluhovou krizi – zakazuje totiž tzv. naked swapy na státní dluhopisy členských zemí.

V následující subkapitole je dán prostor nestátním subjektům. Tyto, ač nemají žádné mocensky nadřazené postavení, hrají ve vývoji finančních derivátů naprosto klíčovou roli. Touto organizací je především ISDA („*International Swaps and Derivatives Association*“, česky Mezinárodní asociace swapů a derivátů), která zejména vypracovává vzorové smlouvy pro derivátové obchody. Z hlediska swapů je to především ISDA Master Agreement 2002, která slouží jako rámcová smlouva i jako jakési standardizované obchodní podmínky pro OTC finanční deriváty.

Na závěr práce je připojena kratičká úvaha na téma *de lege ferenda*. Ptáme-li se *quo vadis*, finanční deriváté?, nabízejí se dvě odpovědi: (i) to zatím tuší jen hrstka finančních inženýrů na Wall Street, avšak jediné, co víme je, že finanční deriváty skutečně někam kráčí a (ii) finanční deriváty kráčí tam, kam jim regulace dovolí. Jak bylo však již mnohokrát v této práci akcentováno, je vývoj finančních derivátů rychlejší než jejich právní uchopení.

Obecně lze shrnout s tím, že finanční deriváty (a swapy zejména) jsou dobrý sluha, ale zlý pán. Do budoucna bude třeba dále zvážit celkové nastavení regulace. Můj postoj k regulaci jako takové je spíše liberální (tedy rezervovaný), proto považuji nynější regulaci swapů a ostatních finančních derivátů za dostatečnou. Jsem si vědom všech rizik, která jsou s finančními deriváty, a swapy zejména, spojené, ale nelze opomíjet také druhou – soukromoprávní – stránku finančních derivátů. A jakákoli státní ingerence by měla být navýsost opodstatněná a přiměřená účelu. Tudíž se domnívám, že jakkoli je na finanční deriváty nahlíženo jako na zosobnění finančního zla, nemělo by se přistupovat k razantnější regulaci.

Právní teorie nás poučuje, že vedle formálních pramenů práva zde existují i materiální prameny práva (které jsou právníky po mnohaletém studiu formálních pramenů a následném zúžení obzorů často opomíjeny a marginalizovány). A právě budoucí společensko-ekonomické poměry nám dále ukáží, zda-li bude nutná další regulace finančních derivátů.

\* \* \*

## POUŽITÉ ZKRATKY

<b>BaFin</b>	<i>Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht</i> ; německý Spolkový úřad pro dohled nad finančními službami
<b>BGB</b>	<i>Bürgerliches Gesetzbuch in der Fassung der Bekanntmachung vom 2. Januar 2002 (BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738</i> ; německý občanský zákoník
<b>CDS</b>	<i>Credit default swap</i> ; swap úvěrového selhání
<b>CESR</b>	<i>Committee of European Securities Regulators</i> ; výbor pro evropskou regulaci cenných papírů
<b>CFD</b>	<i>Contract for difference</i> ; finanční rozdílové smlouvy
<b>CLN</b>	<i>Credit linked note</i> ; úvěrový dluhový cenný papír, úvěrový dluhopis, kreditní dluhopis, dluhový nástroj vázaný na kredit
<b>ČNB</b>	Česká národní banka
<b>ESMA</b>	<i>European Securities and Market Authority</i> ; Evropský orgán pro cenné papíry a trhy
<b>ESRB</b>	<i>European Systemic Risk Board</i> ; Evropská rada pro systémová rizika
<b>Euribor</b>	<i>Euro Interbank Offered Rate</i> ; evropská mezibankovní nabídková sazba
<b>FRA</b>	<i>Forward rate agreement</i> ; dohoda o forwardové úrokové míře
<b>ISDA</b>	<i>International Swaps and Derivatives Association</i> ; Mezinárodní asociace swapů a derivátů
<b>LIBOR</b>	<i>London Interbank Offered Rate</i> ; londýnská mezibankovní nabídková sazba
<b>MF ČR</b>	Ministerstvo financí České republiky
<b>MiFID</b>	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady

	85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS
<b>MiFIR</b>	Nařízení o trzích finančních nástrojů
<b>Nařízení o OTC derivátech</b>	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012, o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů
<b>Nařízení o prodeji na krátko</b>	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 236/2012, o prodeji na krátko a některých aspektech swapů úvěrového selhání
<b>Nařízení o provedení směrnice o evidenční povinnosti</b>	Nařízení Komise (ES) č. 1287/2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice
<b>NOZ</b>	Zákon č. 89/ 2012 Sb., ( <i>nový</i> ) občanský zákoník
<b>ObchZ</b>	Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník
<b>OTC</b>	<i>Over-the-counter</i> ; obchody uzavřené mimo regulované trhy; doslova „přes přepážku“
<b>OZ</b>	Zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník
<b>PRIBOR</b>	<i>Prague Interbank Offered Rate</i> ; pražská mezibankovní nabídková sazba
<b>TIBOR</b>	<i>Tokyo Interbank Offered Rate</i> ; tokijská mezibankovní nabídková sazba
<b>TRS</b>	<i>Total return swap</i> ; swap veškerých výnosů
<b>WpHG</b>	<i>Wertpapierhandelsgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708)</i> ; německý zákon o obchodu s cennými papíry
<b>Zákon o ČNB</b>	Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance
<b>Zákon o loteriích</b>	Zákon č. 202/1990 Sb., o loteriích a jiných podobných

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

## POUŽITÁ LITERATURA

### Odborná literatura

- ASSMANN, Heinz-Dieter, in ASSMANN, Heinz-Dieter, SCHNEIDER, Uwe. *Wertpapierhandelsgesetz Kommentar*. 3., podstatně rozš. vyd. V Köln: Dr. Otto Schmidt, 2003
- AUERBACH, Dirk, ROTH, Tilmann. Der Erwerb von Asset-Backed-Securities und Credit-Linked-Notes durch institutionelle Investoren. *Wertpapiermitteilungen*, 2003
- BAKEŠ, Milan, a kol. *Finanční právo*. 6., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2012
- BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2009
- BARÁK, Josef. Nařízení Evropského parlamentu a Rady o ratingových agenturách. *Právní rozhledy*, 5/2010
- BĚLOVSKÝ, Petr. Vlastnictví plodů v římském právu. *Právní rozhledy*, 8/2003
- BERRY, John, TREDGETT, Richard. A New Master Agreement For The New Millenium: The Development Of The 2002 ISDA Master Agreement. *Journal of International Banking & Financial Law*, 2002
- BLAHA, Zdenek Sid, JINDŘICHOVSKÁ, Irena. *Opce, swapy a futures: deriváty finančního trhu*. 1. vyd. Praha: Management Press, 1994
- BROGAARD, Jonathan. *High Frequency Trading and Volatility*. 2012
- BROWN, Christiane; DARK, Jonathan; DAVIS Kevin. *Exchange Traded Contracts for Difference: Design, Pricing and Effects*, 2009
- CONT, Rama. Credit default swaps and financial stability. *Banque de France Financial Stability Review*, No. 14 – Derivatives – Financial innovation and stability, str. 36, 2010
- DAVI, Charles. *In Defense of Credit Default Swapy*. Working papers series. New York University (NYU) - School of Law, 2008
- DĚRGEL, Martin. Deriváty v praxi. *Účetnictví v praxi*, Wolters Kluwer ČR, 2002
- DIEKMANN, Hans, FLEISCHMANN, Dermot. Der Verordnungsentwurf der

Europäischen Kommission für den OTC-Derivatemarkt. *Wertpapiermitteilungen*, 2011

DOLEŽALOVÁ Daniela. K návrhu nařízení a novely směrnice o trzích finančních nástrojů, *Obchodněprávní revue*, 9/2012

DOLEŽALOVÁ, Daniela. K návrhu nového nařízení o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů. *Obchodněprávní revue*, 4/2012

DONOHUE, Jennifer, PUNJA, Rajiv. Can we play too? ISDA, insurers and close-out netting. *Journal of International Banking and Financial Law*, 2010

DOUGLAS-HENRY, Jean-Pierre, SAUNDERS, Matthew, HANS, Richard. Australia: Ratings agencies are no longer bullet proof. *DLA Piper*, 2012

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

DVOŘÁK, Vladimír. *IFRS 9 – klasifikace a ocenění Aktuální vývoj*. In: KPMG, 2010

EINSELE, Dorothee. *Bank- und Kapitalmarktrecht*. 2. vydání. V Tübingen, 2010

ELEK, Štefan. Povinnost obchodníků s cennými papíry provádět pokyny zákazníků za nejlepších podmínek, *Obchodněprávní revue*, 1/2010

ELIÁŠ, Karel. et kol. *Občanský zákoník. Velký akademický komentář*. 1. svazek. § 1-487. Praha: Linde Praha, a.s., 2008

ELIÁŠ, Karel. K některým otázkám spojeným s kapitalizací pohledávek. *Ad Notam*, 4/1999

ELIÁŠ, Karel. Slib odškodnění, *Právní rozhledy*, 2/1995

FAULHAMEROVÁ, Zdenka, HERBOCZKOVÁ, Jana. Pravomoci evropských orgánů dohledu nad finančním trhem, *Obchodněprávní revue*, 9/2010

FIALA, Josef in HENDRYCH, Dušan. *Právní slovník*. 3., podstatně rozš. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2009

FIALA, Josef, KINDL, Milan, HURDÍK, Jan, a kol. *KWK - Občanský zákoník, komentář v ASPI*, 2009

GIBSON, Michael. Credit Derivatives and Risk Management. *Finance and Economics Discussion Series*, 2007

GIESECKE, Kay. An Overview of Credit Derivatives. *An Overview of Credit Derivatives Kay Giesecke Published in Jahresbericht der Deutschen Mathematiker-Vereinigung*, 2009



- GOMBER, Peter, ARNDT Björn, LUTAT Marco. *High-Frequency Trading*, 2011
- GRULICH, Tomáš. Slib odškodnění, *iPrávnik*, 2006
- HANDLAR, Jiří. Právní režim inominátního závazku v občanském a obchodním právu. *Právní rozhledy*, 2003
- HENDERSON, Schuyler. ISDA 2002 Master Agreement. *Journal of International Banking and Financial Law*, 2003
- HERZEG, Jiří. Trestní postih zneužívání postavení v obchodním styku, *Trestněprávní revue*, 12/2006
- HILL, Jennifer. *Regulating Executive Remuneration: International Developments in the Post-Scandal Era*: Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 06-06. *European Company Law*, 2006
- HINDLS, Richard, HOLMAN, Robert, HRONOVÁ, Stanislava. *Ekonomický slovník*. 2. aktualiz. vyd. Praha: C. H. Beck, 2003
- HOLEŠ, Stanislav. Nařízení o krátkých prodejích a swapech úvěrového selhání, *Obchodněprávní revue*, 1/2012
- HOLMES, Nicholas. Contracts for differences: Getting through the maze. *PLC Magazine (UK)*. (C) Legal and Commercial Publishing Limited, 2004
- HULL, John. *Options, Futures, and Other Derivatives*. 7. vydání. New Jersey: Prentice Hall, 2008
- HURDÍK, Jan in HENDRYCH, Dušan. *Právní slovník*. 3., podstatně rozš. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2009
- HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vydání Praha : C. H. Beck, 2012
- HUSTÁK, Zdeněk. Co je to MiFID a co přinese do českého právního řádu. *IHNed.cz*, 2007
- HUSTÁK, Zdeněk. MiFID – Nová pravidla pro kapitálový trh. *Právní forum*, 2007
- HUSTÁK, Zdeněk. Několik poznámek k novému režimu regulace ratingových agentur v Evropské unii. *Obchodněprávní revue*, 12/2009
- CHANCE, Don. A Brief History of Derivatives. *A Brief History of Derivatives*. John Wiley & Sons, 1998
- CHANDER, Anupam, COSTA, Randall. Clearing Credit Default Swaps: A Case Study

in Global Legal Convergence. *Chicago Journal of International Law*, Vol. 10, No. 639, 2010 UC Davis Legal Studies Research Paper No. 211, 2010

CHANDY, Matthew, KOSHY, Shinoj. ISDA Master Agreement: some key features. *Journal of International Banking and Financial Law*, 2007

CHE, Yeon-Koo, SETHI, Rajiv. Credit Derivatives and the Cost of Capital. *KDI School of Pub Policy & Management Paper*, 2010

JAHN, Uwe, in SCHIMANSKY, Herbert, BUNTE, Hermann-Josef, LWOWSKI, Hans Jürgen. Bankrechts-Handbuch, Außerbörsliche Finanztermingeschäfte (OTC-Derivate). 3. vydání, 2007

JEŽEK, Tomáš. Za americkou finanční krizí je gigantický morální hazard. *Česká televize*, 2008

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

JÍLEK, Josef. *Kapitálový a derivátový trh*. 1. vyd. Bankovní institut, 1998

JIRŮČEK, Petr, LANDOROVÁ, Anděla a LUSK, Ctibor. *Finanční trhy*. První vydání. Praha: Bankovní institut, a.s., 1997

KARFÍKOVÁ, Marie in HENDRYCH, Dušan. *Právní slovník*. 3., podstatně rozš. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2009

KARFÍKOVÁ, Marie, PŘIKRYL, Vladimír a kol. *Pojišťovací právo*. Praha: Leges, 2010

KIRILENKO, Andrei, KYLE, Albert, SAMADI, Mehrdad, TUZUN, Tugkan. *The Flash Crash: The Impact of High Frequency Trading on an Electronic Market*, 2011

KLIMEŠOVÁ, Jiřina. *HISTORIE OBCHODOVÁNÍ S DERIVÁTY FINANČNÍHO TRHU*. Brno, 2009

KOHAJDA, Michael, STANĚK, Kamil. Právní postavení finančních a komoditních derivátů aneb Když je business rychlejší než právo. *Daně a finance: odborný časopis pro daňové právo a praxi*. Praha: Comenius Print, s. r. o., 2012

KOHAJDA, Michael. Zneužití práva v aktuálním českém daňovém právu a judikatuře. In: *Boháč, Radim, et alii: Aktuální otázky financí a finančního práva z hlediska fiskální a monetární podpory hospodářského růstu v zemích střední a východní Evropy v roce 2010*. Soubor odborných statí z IX. mezinárodní vědecké konference. Praha: Nakladatelství Leges, 2010

- KOKEŠ, Jiří, SMUTNÝ, Aleš. K investování finančních prostředků třetích osob do cenných papírů. *Právní rozhledy*, 14/2011
- KOTOUČOVÁ, Jiřina. a kol. *Zákon o úpadku a způsobech jeho řešení (insolvenční zákon)*. Komentář. 1. vydání. Praha : C. H. Beck, 2010
- KOVANDA, Lukáš. *Krize se vrátí (Paul Samuelson)*, 2009
- KRÁLÍK, Aleš, HOLEŠ, Stanislav. K novým pravomocem Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy, *Obchodněprávní revue*, 6/2011
- KRAMÁŘ, Květoslav, HUŠÁK, Aleš. *Herní právo*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2006
- KRESS, Jeremy. CREDIT DEFAULT SWAPS, CLEARINGHOUSES, AND SYSTEMIC RISK: WHY CENTRALIZED COUNTERPARTIES MUST HAVE ACCESS TO CENTRAL BANK LIQUIDITY. *Harvard Journal on Legislation*, Vol. 48, No. 1, 2011
- KROSZNER, Randall. Can the Financial Markets Privately Regulate Risk? The Development of Derivatives Clearing Houses and Recent Over-the-Counter Innovations. *Booth School of Business, University of Chicago; National Bureau of Economic Research (NBER)*, 1999
- KUBÁTOVÁ, Zuzana. Soud: Svoboda z ČEZ se insider tradingu nedopustil. ČNB mu musí vrátit pokutu. *IHNed.cz*, 2012
- LENENBACH, Markus. *Kapitalmarkt- und Börsenrecht*. 1. vydání Köln: RWS Vlg Kommunikationsforum, 2002
- LIEU, Andrew. An Analysis of Credit Default Swap Auctions and Distressed Bond Markets. The Leonard N. Stern School of Business Glucksman Institute for Research in Securities Markets Faculty Advisor: Raghu Sundaram, 2011
- LISSE, Luděk. Rozhodování rozhodce (nejen) podle zásad spravedlnosti. *Obchodněprávní revue*, 7/2011
- LITTEN, Rüdiger, BELL, Matthias. Kreditderivate - Neue Dokumentations-Standards als Reaktion auf die globale Finanzmarktkrise. *Wertpapiermitteilungen*, 2011
- LOKKEN, Lavrence. Taxation of Credit Derivatives. *University of Florida Levin College of Law Research Paper No. 2009-39*, 2009
- MAJTÁNOVÁ, Anna, DAŇHEL, Jaroslav, DUCHÁČKOVÁ, Eva a kol.

- POJIŠŤOVNICTVÍ - Teorie a praxe*, 1. vyd. Praha: EKOPRESS, 2006
- MARKOSE, Sheri, GIANANTE, Simone, SHAGHAGHI, Ali Rais. 'Too interconnected to fail' financial network of US CDS market: Topological fragility and systemic risk. *Journal of Economic Behavior*, 2012
- MATUŠTÍK, Radek. Novelizace v oblasti dohledu nad finančními trhy. *EPRAVO.CZ*, 2012
- MAULSHAGEN, Almut, MAULSHAGEN, Olaf. Rechtliche und bilanzielle Behandlung von Swapgeschäften. *Betriebs-Berater*, 2000
- MCCAHERY, Joseph A.; VERMEULEN, Erik P. M. Does the European Company Prevent the 'Delaware Effect'?. *European Law Journal*. November, 2005
- MENGLE, David. Credit derivatives: an overview. *Economic Review*, 2007
- MIŠŮR, Peter. Evropská komise hodlá naplnovat pracovní program na rok 2013, *Obchodněprávní revue*, 1/2013
- MIŠŮR, Peter. Evropská komise předložila ambiciózní legislativní plán na rok 2012, *Obchodněprávní revue*, 2/2012
- MIŠŮR, Peter. Evropská komise připravuje významné změny v regulaci finančních trhů, *Obchodněprávní revue*, 6/2010
- MIŠŮR, Peter. Ratingové agentury „v hledáčku“ orgánů a institucí EU. *Obchodněprávní revue*, 9/2011
- MÜLLEROVÁ, Libuše, VOMÁČKOVÁ, Hana, DVOŘÁKOVÁ, Dana. *Účetní předpisy pro podnikatele*. 3. aktualizované vydání, ASPI, 2009
- NĚMEČEK, Josef. CDS: Po AIG 2008 u Řecka 2012 trh znovu nad propastí?. *Patria Online*
- NESNÍDAL, Jiří. Soudní nevymahatelnost výhry ze sázek a her, *Ekonom*, 1997/13
- NIETSCH, Michael, GRAEF, Andreas. Regulierung der europäischen Märkte für außerbörsliche OTC-Derivate. *Der Betriebs-Berater*. Heidelberg: Recht und Wirtschaft, 2010
- PARKER, Edmund, MCGARR, Aaron. The ISDA Master Agreement and CSA: close-out weaknesses exposed in the banking crisis and suggestions for change. *Journal of International Banking and Financial Law*, 2009
- PAVLÁT, Vladislav, KUBÍČEK, Antonín. *Regulace a dohled nad finančními trhy*. 2.

- vyd. Praha : Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2010
- PĚCHA, František. Několik úvah o přirozeném právu a právním pozitivismu v souvislosti s návrhem nového občanského zákoníku. *Právní rozhledy* 2010
- PELC, Vladimír. *Zákon o daních z příjmů*. Komentář. 1. vydání. Praha : C. H. Beck, 2012
- PIHERA, Vlastimil. Pojistné smlouvy a CDS: otázka s třaskavým potenciálem. *Patria Online*
- PIHERA, Vlastimil. *Zákon o bankách: komentář*. 1. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2011
- PRŮŠA, Ivo. Vnitřní informace a jejich (zne)užití: dílčí poznámky k interpretaci insider dealingu Soudním dvorem Evropské unie, *Obchodněprávní revue*, 3/2012
- RASKOLNIKOV, Alex. Reforming the Taxation of Derivatives-An Overview. *Revista Tributaria das Américas*, 2010
- RAUNIG, Burkhard, SCHEICHER, Martin. EUROPEAN CENTRAL BANK. *Working paper series European Central Bank: A VALUE AT RISK ANALYSIS OF CREDIT DEFAULT SWAPS*, 2008
- REINER, Günter. *Derivative Finanzinstrumente im Recht*. 1. Aufl. Baden-Baden: Nomos-Verl.-Ges, 2002
- REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. Vyd. 1. Ostrava: Key Publishing, 2008
- REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Vyd. 4. Praha: Management Press, 2008
- ROBEJŠEK, Petr. Za krizemi stojí nezvládnutá složitost. *E15*, 2013
- ROBERTS, Julian. Beratungsbedarf bei Finanzderivaten im Lichte neuerer Rechtsentwicklungen. *Deutsches Steuerrecht*, 2011
- ROBERTS, Julian. Finanzderivate als Glücksspiel? Aufklärungspflichten der Emittenten. *Deutsches Steuerrecht*, 2010
- SAQQAF, Luma. Documenting Shariah-compliant derivatives under ISDA Master Agreements: a Middle Eastern flavour. *Journal of International Banking and Financial Law*, 2008
- SEDLÁČEK, Tomáš, ORRELL, David, CHLUPATÝ, Roman. *Soumrak homo economicus*,. 1. vyd. V Praze: 65. pole, 2012
- SHADAB, Houman. GUILTY BY ASSOCIATION? REGULATING CREDIT

DEFAULT SWAPS. *ENTREPRENEURIAL BUSINESS LAW JOURNAL*, 2010

SHEA, Gary. Understanding financial derivatives during the South Sea Bubble: the case of the South Sea subscription shares. *Oxford Economic Papers*, 2007

SCHÄFER, Frank, in ASSMANN, Heinz-Dieter, SCHÜTZE, Rolf. *Handbuch des Kapitalanlagerechts*. 2. vydání. V Mnichově: 1997

SCHÄFER, Frank, in SCHWINTOWSKI, Hans-Peter, SCHÄFER, Frank. *Bankrecht*. 2. vydání. V Köln: 2004

SCHIZER, David. Sticks and Snakes: Derivatives and Curtailing Aggressive Tax Planning. *Southern California Law Review*, 2000

SCHWARK, Eberhard. *Kapitalmarktrechtskommentar*. V Mnichově: C.H.Beck, 2004

SOJKA, Milan. Asymetrické informace a jejich důsledky pro metodologii ekonomie. *CEP*

SUCHÁ, Anna. Návrh nové evropské legislativy o trzích finančních nástrojů. *EPRAVO.CZ*

SVOBODA, Marek. Mezinárodní swapové obchody: úvod do vzorové smlouvy ISDA Master Agreement (Multi-Currency, Cross-Border) *Právní rozhledy*, 5/1997

ŠKŘEJPEK, Michal. Pravidla, rčení, zásady a definice římského práva. *Právní rozhledy*, 7/1999

ŠOVAR, Jan. Ochrana vnitřních informací na kapitálovém trhu ve světle poslední judikatury Evropského soudního dvora, *Obchodněprávní revue*, 5/2010

ŠTENGLOVÁ, Ivana in HENDRYCH, Dušan. *Právní slovník*. 3., podstatně rozš. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2009

ŠTENGLOVÁ, Ivana, PLÍVA, Stanislav, TOMSA, Miloš a kol.: *Obchodní zákoník*. Komentář. 13. vydání. Praha : C. H. Beck, 2010

ŠVESTKA, Jiří, SPÁČIL, Jiří, ŠKÁROVÁ, Marta, HULMÁK, Milan a kol. *Občanský zákoník I, II: komentář*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009

TOUŠKA, Mikuláš, PAVLŮ, Robert. Soukromoprávní důsledky porušení veřejnoprávní regulace nejen v sektoru finančních služeb, *Právní rozhledy*, 5/2011

VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011

VESELÝ, Jan, ŠIMKOVÁ, Radka. Kapitalizace pohledávek a problémy s ní spojené.

*Právní rozhledy*, 12/1998

WEBER, Ernst Juerg. *A Short History of Derivative Security Markets*, 2008

WITTINGHOFER, Sandra. Fachbegriffe aus M & A und Corporate Finance - Credit Default Swaps als Instrument zur Absicherung von Kreditrisiken. *Neue Juristische Wochenschrift*, 2010

YEOH, Peter. Hedge funds: from privileged child to locust and now bogeyman?. *The Company Lawyer*. Sweet & Maxwell, 2012

ZAMAN, Peter. Developing carbon structured products. *Journal of International Banking and Financial Law*, 2008

ZÄNKER, Lief. Hedgefonds und ähnliche Beteiligungen. DERLEDER, Peter, KNOPS, Kai-Oliver, BAMBERGER Heinz Georg. *Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht*. 2. Aufl. Berlin: Springer, 2009

ZINGALES, Luigi. Soud nad swapy úvěrového selhání. *Project Syndicate*, 2010

ZMEŠKAL, Martin. *Principy a hlavní postupy účtování podle US GAAP*. Brno, 2009

## **Ostatní**

Basel Committee on Banking Supervision. Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework – Comprehensive Version.

Dostupné z: <http://www.bis.org/publ/bcbs128.htm>

BUFFET, Warren. *Chairman's Letter*. 2002. Dostupné z:

<http://www.berkshirehathaway.com/letters/2002pdf.pdf>

BURZOVNÍ PRAVIDLA ČÁST XXIII. Standardizace futures kontraktů. Dostupné na stránkách BCPP

ČNB, Druhy cenných papírů a odvozených kontraktů (derivátů), číselník BA0088

ČNB. Zpráva o finanční stabilitě 2011 / 2012. ISBN 978-80-87225-37-0, s. 144. Dostupné

z: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni\\_stabilita-/zpravy\\_fs/fs\\_2011-2012/fs\\_2011-2012.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita-/zpravy_fs/fs_2011-2012/fs_2011-2012.pdf)

DĚDEK, Oldřich. *SWAPY*. Studijní text 4(5) k předmětu Nástroje finančních trhů

Discussion Paper: Draft Technical Standards for the Regulation on OTC Derivatives,

CCPs and Trade Repositories. *ESMA* [online]. 2012. Dostupné z:  
<http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-95.pdf>

Dodd–Frank Act, Pub.L. 111-203, H.R. 4173.

Důvodová zpráva k novému občanskému zákoníku, 2011

European Debt Crisis. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/markets/european-debt-crisis>

Final Report. *ESMA* [online]. 2012. Dostupné z:  
[http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-600\\_0.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-600_0.pdf)

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD OF THE FINANCIAL ACCOUNTING FOUNDATION. Statement of Financial Accounting Standards No. 133. *Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities*. 1998, 213 s. Dostupné z:  
<http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobcol=-urldata&blobtable=MungoBlobs&blobkey=id&blobwhere=-1175820923424&blobheader=-application%2Fpdf>

FINANCIAL STABILITY BOARD. Implementing OTC Derivatives Market Reforms. [online]. 2010. Dostupné z:  
[http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_101025.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101025.pdf)

International Financial Reporting Standard 9. *Financial Instruments*. IASB. Dostupné z:  
<http://staff.blog.ui.ac.id/martani/files/2011/04/ifrs9.pdf>

Larosièrova zpráva: The high-level group on financial supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosièr, dostupné z:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf)

Manipulace sazby LIBOR může UBS stát až 20 miliard. Dostupné z:  
<http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/207439-manipulace-sazby-libor-muze-ubs-stat-az-20-miliard>

Nabídka Komerční banky. Dostupné z: <http://www.kb.cz/cs/firmy/firmy-s-obratem-nad-60-milionu/zajisteni-rizika/kurzove-riziko/index.shtml>

Nález Ústavního soudu ČR ze dne 1. dubna 2003, sp. zn. II. ÚS 119/01

Omyly, polopravdy a lži Lidových novin Dostupné z: <http://www.kb.cz/cs/obance/tiskove-centrum/tiskove-zpravy/omyly-polopravdy-a-lzi-lidovych-novin-32.shtml>

Regulace a dohled nad kapitálovým trhem. *ČNB* [online]. Dostupné z:



[http://www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/-vykon\\_dohledu/postaveni\\_dohledu/kapitalovy\\_trh/index.html](http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/-vykon_dohledu/postaveni_dohledu/kapitalovy_trh/index.html)

Rozhodnutí Nejvyššího soudu České republiky 22 Cdo 522/2001 ze dne 04. 09. 2002

SPAD. Dostupné z: <http://www.bcpc.cz/dokument.aspx?k=Futures-Obchody>

Strukturované dluhopisy: Část 15: Credit Linked Notes. *ZERTIFIKATEJOURNAL* [online]. 2011. ISSN 1213-8622. Dostupné z: [http://www.zertifikatejournal.cz/download/portfolioexclusiv/PE\\_CZ\\_1115.pdf](http://www.zertifikatejournal.cz/download/portfolioexclusiv/PE_CZ_1115.pdf)

THE CODE OF HĀMMURABI. - Hammurabi, The Code of Hammurabi [2250 BC]. HĀMMURABI. The Online Library of Liberty [online]. Dostupné z: [http://oll.libertyfund.org/?option=com\\_staticxt&staticfile-=show.php%3Ftitle=1276&chapter=79346&layout=html&Itemid=27](http://oll.libertyfund.org/?option=com_staticxt&staticfile-=show.php%3Ftitle=1276&chapter=79346&layout=html&Itemid=27)

The Impact of EU OTC Derivatives Regulation on Financial Counterparties. *SLAUGHTER AND MAY* str. 3 [online]. 2012. Dostupné z: <http://www.slaughterandmay.com/media/1914499/the-impact-of-eu-otc-derivatives-regulation-on-financial-counterparties.pdf>

Určovací komise / postup při aukci. Dostupné z: <http://dc.isda.org/cds/the-hellenic-republic-3>

Úřední sdělení ČNB 7/2011

Vývoj na trhu credit default swaps vládních dluhopisů. Dostupné z: <http://proinvestory.cz/vyvoj-na-trhu-credit-default-swaps-vladnich-dluhopisu>

*Website of the IFRS Foundation and the IASB* [online]. Dostupné z: <http://www.ifrs.org/Home.htm>

Zahraniční vztahy/EU. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. Dostupné z: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/fintrh\\_zahr\\_vztahyEU.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/fintrh_zahr_vztahyEU.html)

Zpráva FSA („*Financial Services Authority*“) o stavu „spread betting“ trhu a jeho provozovatelích. Dostupné z: [http://www.fsa.gov.uk/pages/doing/regulated/promo/thematic/spread\\_betting.shtml](http://www.fsa.gov.uk/pages/doing/regulated/promo/thematic/spread_betting.shtml)

## **ABSTRAKT**

Tato práce se zabývá primárně swapy, pro komplexnější pochopení této tematiky je v práci zahrnuto i několik obecnějších kapitol o finančních derivátech. Práce vychází z historicko-teoretického základu nauky o finančních derivátech. Důraz je vedle podstaty, účelu a klasifikace finančních derivátů kladen v teoretické části práce zejména na právní postavení finančních derivátů. Finanční deriváty v českém právním řádu jsou spíše neukotvené, otázky přináší i právní kvalifikace finančních derivátů - zejména otázka, zda-li jsou právní deriváty hrou a sázkou a zda-li z nich tudíž vznikají naturální obligace.

Praktická část práce je uvozena stručným výkladem o základních typech finančních derivátů (forward, futures, opce etc.). Hlavní téma práce - swapy - jsou analyzovány jak ze soukromoprávního, tak z veřejnoprávního (regulatorního) hlediska. Práce obsahuje také rozbor rizik spojených se swapy - zejména s tzv. swapem úvěrového selhání (CDS). Závěr práce obsahuje kromě shrnutí v práci uvedených poznatků i úvahy de lege ferenda.

## ABSTRACT

This thesis deals principally with swaps; however, for a complex understanding, there are some general chapters regarding financial derivatives included therein. The thesis proceeds from a historic-theoretical doctrine of financial derivatives. Besides the substance, essence, purpose and categorization of financial derivatives, the emphasis is laid in this theoretical part of the thesis on the legal status of financial derivatives. Under Czech law, financial derivatives are not sufficiently defined. The legal status of financial derivatives is questionable as well - in particular the question, whether financial derivatives constitute gambling or not, and whether they are, therefore, enforceable or not.

The practical part of the thesis commences with a brief description and explanation of other important derivatives (forwards, futures, options etc.). The main topic of this thesis - swaps - are being analysed from various angles; as well as from the private law point of view, as from the public (regulatory) point of view. Furthermore, the thesis outlines the risks of (mis)use of swaps (and credit default swaps (CDS) in particular). Besides the summary of the most important points stated in this thesis, the conclusion includes the *de lege ferenda* thoughts as well.

# RESUMÉ

## **Introduction to Financial Derivatives, Focusing on Swaps**

This thesis deals principally with swaps; however, it outlines some general issues regarding the universally valid principles of other financial derivatives.

This thesis consists of eight chapters, with the third chapter providing the main body of discussion. The goal of the first chapter is to provide the reader with an introduction to the thesis and establish its aims, hypotheses and methods. This goal is accomplished through such means as to outline, describe, and assess the general functional principles valid for swaps through critical analysis and comparison of the available – foremost foreign – literature. As swaps may be regarded from many angles, the thesis will focus exclusively on the legal framework of swaps. A side objective shall be to gather specific foreign literature which may be used for subsequent research in this field as the current legal research in the Czech Republic is not substantial enough.

The second chapter provides the reader with a general insight to the financial derivatives which is of great importance for further comprehension of swaps' mechanisms. This chapter commences with the history of financial derivatives which some authors observe as early as biblical times; however, the general view is that the history of derivatives commences in the mid-19<sup>th</sup> century. Apart from the derivatives history, this chapter provides explanations as to the substance, essence, purpose and categorization of derivatives. In addition, an analysis of the legal status of derivatives under Czech law is provided in this chapter. This analysis endeavors to provide the reader with the informed opinion of the writer of this thesis in regards to the enforceability of derivatives under Czech law. Such enforceability is still being discussed among legal professionals. The chapter concludes with an add-on in the form of a brief description and explanation of other important derivatives.

As previously mentioned, the third chapter constitutes the body of the thesis, and therefore, it is entirely devoted to swaps. Starting with the basic characteristic of swaps,

the main subcategories of swaps are described therein. Special attention is paid to the credit default swaps as they are the most actual and discussed of all existing swap types. Introduction of credit default swaps represent a milestone in the financial derivatives history with some significant consequences. Eventually, this chapter outlines the risks of (mis)use of swaps (and credit default swaps in particular).

Linking to the subchapter regarding risks connected with swaps, the fourth chapter outlines the regulation and mitigation thereof. The regulation of swaps as stated in this chapter is partly a preventive effort aimed at creating sustainable and transparent financial markets; on the other hand the regulation in some cases is merely a reaction to disruptive events which occurred during the financial crisis.

The conclusion (chapter five) summarizes the most important points and also includes certain issues to be decided in the near future.

## **KLÍČOVÁ SLOVA**

Finanční deriváty – swapy – regulace

*Key Words:*

*Financial Derivatives – Swaps - Regulation*