

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

Fakulta financí a účetnictví

Katedra bankovníctví a pojišťovnictví

DIPLOMOVÁ PRÁCE

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

Fakulta financí a účetnictví

Katedra bankovníctví a pojišťovnictví

Studijní obor: Finance

Regulace derivátových kontraktů

Autor diplomové práce: Ing. Lukáš Růžek

Vedoucí práce: Mgr. Ing. Zdeněk Husták

Rok obhajoby: 2017

Čestné prohlášení:

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma „Regulace derivátových kontraktů“ vypracoval samostatně a veškerou použitou literaturu a další prameny jsem řádně označil a uvedl v seznamu.

V dne

Podpis

Obsah

Úvod.....	1
1. Teoretická východiska derivátových kontraktů	4
1.1 Historie derivátových kontraktů	4
1.2 Ekonomický aspekt derivátových kontraktů	7
1.2.1 Ekonomický aspekt jako důvod existence derivátových kontraktů a jeho vztah k ostatním aspektům	7
1.2.2 Obecná charakteristika derivátů.....	8
1.2.3 Motivy obchodování s derivátovými kontrakty	10
1.2.4 Finanční a komoditní derivátové kontrakty	12
1.2.5 Členění derivátových kontraktů podle charakteru práva z nich vyplývajícího	12
1.2.6 Členění derivátových kontraktů podle způsobu obchodování	13
1.2.7 Členění derivátových kontraktů podle podkladového instrumentu	15
1.2.8 Základní druhy derivátových kontraktů.....	16
1.2.8.1 Forwardy	16
1.2.8.2 Futures.....	18
1.2.8.3 Swapy	19
1.2.8.4 Opční instrumenty	21
1.2.9 Syntetické derivátové kontrakty	26
1.2.9.1 Syntetické derivátové kontrakty první generace	26
1.2.9.2 Syntetické derivátové kontrakty druhé generace	27
1.2.9.3 Strukturované produkty.....	27
1.3 Účetní aspekt derivátových kontraktů	30
1.4 Právní aspekt derivátových kontraktů	33
1.4.1 Smluvní podstata derivátových kontraktů	33
1.4.2 Základní náležitosti a pojmy používané při sjednávání derivátových kontraktů....	36
1.4.3 Životní cyklus derivátových kontraktů	37
1.4.3.1 Životní cyklus burzovních derivátových kontraktů	38

1.4.3.2	Životní cyklus OTC derivátových kontraktů, které podléhají clearingu.....	40
1.4.3.3	Životní cyklus bilaterálních OTC derivátových kontraktů	41
1.4.4	Regulace a dohled nad trhem s derivátovými kontrakty.....	42
1.4.5	Rozlišení derivátových kontraktů od jiných právních institutů	43
2.	Právní regulace derivátových kontraktů v právním řádu České republiky	45
2.1	Negativní vymezení derivátových kontraktů vůči ostatním právním institutům	46
2.2	Právní vymezení derivátových kontraktů v devizovém zákoně	49
2.3	Právní vymezení derivátových kontraktů v zákoně o cenných papírech	49
2.4	Právní vymezení derivátových kontraktů v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu.....	52
2.5	Právní vymezení derivátových kontraktů v jiných právních předpisech.....	56
2.6	Vliv občanského zákoníku na derivátové kontrakty	57
2.7	Smluvní dokumentace derivátových kontraktů	58
3.	Regulace derivátových kontraktů na mezinárodní úrovni	59
3.1	Právní předpisy Evropské unie regulující derivátové kontrakty	60
3.1.1	MiFID	60
3.1.2	EMIR	61
3.1.3	MiFID II a MiFIR	62
3.1.4	Další předpisy Evropské unie regulující derivátové kontrakty.....	64
3.2	Regulace derivátových kontraktů na úrovni mezinárodní instituce	64
4.	Regulace derivátových kontraktů v USA	65
	Závěr	68
	Seznam obrázků.....	71
	Seznam použitých zkratek	72
	Zdroje.....	74

Úvod

Smlouvy představují základní stavební kámen jak pro angloamerický, tak pro kontinentální právní systém. Autonomie vůle jakožto jeden z nejpodstatnějších principů soukromého práva se projevuje zejména prostřednictvím smluvní volnosti, v jejíž ryzí podobě mohou právní subjekty plně disponovat obsahem smluv, a tedy si libovolně zvolit práva a povinnosti, které na základě dané smlouvy vzniknou. V praxi tomu tak často není už kvůli tomu, že jednotlivé právní řády považují některá odvětví a v nich vznikající právní vztahy za natolik důležité, aby pro ně stanovily zvláštní zákonné náležitosti, které svojí kogentní povahou omezují smluvní volnost stran daných smluvních typů, a podrobily je regulatorní a dohledové činnosti orgánů veřejné moci.

Příklady, kdy veřejnoprávní regulace limituje právní subjekty, existuje nespočet. Za zmínku stojí například zákon č. 127/2015 Sb., o elektronických komunikacích, ve znění pozdějších předpisů, nebo zákon č. 134/2016 Sb., o zadávání veřejných zakázek, ve znění pozdějších předpisů, který pro určité subjekty stanoví zvláštní procesní a materiální náležitosti v závislosti na výši jednotlivých zakázek. Z pohledu této diplomové práce je však nejdůležitější to, že takovým případem jsou bezpochybně i finanční trhy, které kvůli své čím dál vyšší mezinárodní propojenosti hrají stále větší roli při prognóze ekonomického růstu a stability dané ekonomiky. Je proto v zájmu zákonodárců, aby v rámci legislativního procesu vytvořili vhodná zákonná omezení. Naopak většina subjektů obchodujících s derivátovými kontrakty usiluje o zavedení nejnížší možné regulace tohoto odvětví, zejména vzhledem k tomu, že jim nadbytečná zákonné povinnosti zvyšují náklady spojené s pořízením a držením těchto kontraktů, čímž mají přímý vliv na výši zisku daného subjektu. Tato skutečnost vytváří mezi zainteresovanými subjekty snahu ovlivňovat nově vznikající právní úpravu, která se jich přímo dotýká, v jejich prospěch prostřednictvím lobismu. Z historické perspektivy je možno výše uvedené aplikovat na vývoj regulace v závislosti na fázi ekonomického cyklu, ve kterém se ekonomika právě nachází. Základní myšlenka tohoto přístupu tkví v přesvědčení, že v reakci na ekonomickou krizi dané ekonomiky dochází s určitým zpožděním ke zpřísnění regulace, zatímco v návaznosti na období ekonomického růstu dochází k následné deregulaci. Vzhledem k rostoucímu významu derivátů pro finanční i nefinanční instituce a tomu, že se jedná o instrumenty, které mohou v krátkém

časovém horizontu vést jak k vysokému zisku, tak obrovské ztrátě, setkáváme se dnes především s tendencí regulovat deriváty tak, aby se omezil jejich potenciál způsobit finanční nestabilitu celého systému. K dnešnímu dni se již do dějin zapsalo mnoho případů, kdy expozice vůči derivátovým kontraktům vedla k úpadku různých obchodních společností či jiných entit. To společně s rostoucí propojeností národních finančních trhů generuje úsilí o vytvoření účinné právní úpravy na mezinárodní úrovni. Pro právní řád České republiky je tak v tomto smyslu nejvíce relevantní regulace vyplývající ze sekundárního práva Evropské unie.

Derivátové kontrakty (deriváty) představují podmnožinu smluv pro které je charakteristické, že povinnost smluvní strany poskytnout určité plnění se odvozuje od různých vnějších skutečností. Mezi takové skutečnosti patří například tržní cena podkladového aktiva, úroková míra, rating daného subjektu, ale i průměrná měsíční teplota nebo úhrn srážek. Konkrétním příkladem derivátového kontraktu je *forward rate agreement* (FRA), který odvozuje výši plnění od rozdílu mezi stanovenou tržní úrokovou mírou a druhou smluvní úrokovou sazbou, která se označuje jako tzv. FRA sazba. Pokud je tržní úroková míra vyšší než FRA sazba, vyplývá z toho, že subjekt v krátké pozici (FRA prodávající) poskytne plnění subjektu v dlouhé pozici (FRA kupující). V opačném případě¹ vzniká povinnost subjektu v dlouhé pozici uhradit vypočítaný rozdíl². Tento instrument tak umožňuje převést riziko vyplývající z pohybu tržní úrokové míry na jiné subjekty tím, že se zavazuje platit fixní úrokovou sazbu, zatímco protistrana platí sazbu odvozenou od tržní úrokové sazby. Tento případ ilustruje, jak jednoduché je využít deriváty k zajištění proti úrokovému riziku, čímž na druhou stranu může dojít ke kumulaci rizika u systémově významného subjektu (např. banka). Protože je žádoucí, aby se takové subjekty vystavovaly pouze takové výši rizika, které přímo neohrožuje jejich existenci, stanoví zákonodárce prostřednictvím regulace omezující podmínky pro možnou expozici vůči rizikovým instrumentům.

Tato diplomová práce se zabývá jak ekonomickou, tak právní podstatou derivátových kontraktů. Vzhledem ke globálnímu charakteru obchodování s derivátovými kontrakty věnuji pozornost kromě české právní úpravy také jejich úpravě a standardizaci v zahraničí a na mezinárodní úrovni. První část práce popisuje

¹ Je-li FRA sazba vyšší než tržní úroková míra.

² To je rozdíl mezi danou tržní a FRA sazbou vynásobený délkou období, na které bylo FRA sjednáno.

základní znaky derivátů a navrhuje jejich třídění na základě různých kritérií. Následující část se snaží zhodnotit současný stav regulace derivátových kontraktů v právním řádu České republiky. Na to navazují třetí a čtvrtá část, které se zaměřují na zahraniční a mezinárodní úpravu derivátových kontraktů. Důraz je kladen především na zkoumání současného stavu regulace derivátových kontraktů v České republice za účelem zjistit do jaké míry právní úprava reflektuje jejich ekonomickou podstatu. Mezi hlavní cíle této práce patří charakterizovat jak ekonomický, tak právní pohled na podstatu derivátových kontraktů, dále pak s přihlédnutím k aktuálně platné právní úpravě se pokusit o integraci obou pohledů a následně pomocí jejich syntézy formulovat zásady pro abstraktní a koherentní legální definici derivátových kontraktů.

K naplnění cílů této práce budu vycházet především z platných právních předpisů a standardů, jejichž ustanovení se přímo nebo nepřímo aplikují na derivátové kontrakty. Kromě právních předpisů a jiných zdrojů normativního charakteru, je pro mne významným zdrojem také odborná literatura se zaměřením na danou problematiku. Vzhledem ke skutečnosti, že v případě sporu interpretují a aplikují právo soudy, přihlíží tato práce k existující judikatuře. Ústřední roli při vypracování této práce a formulování odpovědí na výzkumné otázky má komparativní metoda, na jejímž základě porovnávám znění jednotlivých právních ustanovení v jednotlivých předpisech a dalších právně relevantních zdrojích. Tímto uvedená metoda významně přispěje k naplnění cílů diplomové práce.

1. Teoretická východiska derivátových kontraktů

1.1 Historie derivátových kontraktů

Dnešní moderní derivátové kontrakty (*derivative contracts*) jsou výsledkem dlouhého vývoje a v této pestré historii je možné identifikovat několik různých etap, přičemž stopy derivátových kontraktů můžeme pozorovat napříč dějinami a zároveň v nejrůznějších oblastech světa.

Ačkoliv existenci derivátových kontraktů spojujeme především se současností a nedávnou minulostí, používaly se smlouvy jim obdobné již například ve starověkém Řecku a někteří odborníci odkazují i na ještě starší společnosti, které pomocí derivátů řešily specifické obchodní problémy. Na druhou stranu je pravdou, že k velkému nárůstu obchodování derivátových kontraktů došlo zejména v druhé polovině 20. století. To lze pozorovat jednak na tom, jak vznikaly jejich nové druhy, a jednak na tom, jak se násobily jejich objemy obchodované na burzách, přičemž velkou roli v tomto smyslu hrál technický pokrok, který umožnil elektronické obchodování.

V Evropě se existovaly důležitější předchůdci moderních komoditních derivátových kontraktů již ve 12. století v Itálii a Holandsku, avšak z dnešního pohledu se jednalo o jednoduché smlouvy.³ K vlastnímu počátku moderních derivátů došlo až v 2. polovině 19. století, kdy vznikaly první burzy v Chicagu a New Yorku, což umožnilo mnohým ekonomicky aktivním subjektům nový přístup k řízení rizik vyplývajících z kolísání cen jednotlivých komodit, a také clearingové domy, které zaručovaly splnění závazků z derivátových kontraktů.⁴ Společné působení těchto dvou institucí na finančním trhu vytvořilo předpoklady pro vznik prvních standardizovaných derivátových kontraktů. Tímto došlo k rychlému rozvoji trhu komoditních derivátů, které si tím vybudovaly velice silné postavení a po následujících několika desítek let ovládly derivátový trh.

³ MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 3. aktual. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5, str. 79.

⁴ Ibid.

K výraznému zlomu začalo postupně docházet v 70. letech 20. století, kdy začalo docházet k nahrazení pevných měnových kurzů kurzy pohyblivými, které reflektovaly situaci na devizových trzích, a obecně docházelo i nárůstu velikosti a propojenosti finančních trhů. Ve snaze nalézt inovativní odpověď na nově vznikající rizika, kterým do této doby nebyla věnována tak významná pozornost, vznikají finanční derivátové kontrakty, které jsou předurčeny k tomu, aby se v nadcházejícím období nejdříve vyrovnaly obchodovanému objemu komoditních derivátových kontraktů a následně si vytvořily dominantní pozici na derivátovém trhu. Mezi instrumenty, které řadíme do této skupiny a které se začaly postupně v 70. letech čím dál tím více objevovat, patří zejména futures, forwardy a opce. Futures a forwardy jsou termínové fixní obchody, na jejichž základě se v případě fyzického vypořádání⁵ těchto smluv jedna strana zavazuje zaplatit v budoucnosti předem dohodnutou kupní cenu a druhá strana má povinnost předat druhé straně podkladové aktivum, přičemž právě kvůli této jejich termínové podstatě byly v minulosti považovány za škodlivé a destabilizující trhy.⁶ V roce 1972 dochází k začátku obchodování měnových futures na Chicago Mercantile Exchange, které zvěstovaly počátek éry standardizovaných finančních derivátových kontraktů a společně s ostatními instrumenty odstartovaly velkou expanzi derivátových kontraktů na světových finančních trzích.⁷ V průběhu 80. let se objevily první měnové a úrokové swapy, které navazovaly na již dříve existující devizové swapy a nederivátové instrumenty *parallel loan* a *back-to-back loan*, čímž odstartovaly rapidní rozvoj swapových kontraktů.⁸ Zásadní vliv na derivátový trh měla finanční inovace v podobě tzv. sekuritizace aktiv, jejímž hlavním důvodem vzniku byla snaha lépe řídit kreditní (úvěrové) riziko. Proces sekuritizace byl používán v nejrůznějších podobách již od 70. let 20. století, kdy se začal aplikovat zejména při přenosu úvěrového rizika z hypotečních úvěrů na nemovitosti.⁹ Od poloviny 90. let došlo k rychlému nárůstu derivátových kontraktů, které umožňují řídit úvěrové riziko, zejména kvůli vzniku nových druhů těchto derivátů, mezi které patří zejména *credit*

⁵ V případě finančních derivátů ve většině případů k fyzickému vypořádání (tzv. *delivery-settled derivatives*) nedochází, což je vyplývá z toho, že subjekty nenakupují finanční derivátové kontrakty se zájmem podkladové aktivum nabýt, ale místo toho dochází ke kompenzační platbě přebytečného zisku nebo ztráty oproti podmínkám specifikovaných ve smlouvě, což se označuje jako finanční vypořádání (*cash-settled derivatives*).

⁶ MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 3. aktual. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5, str. 80.

⁷ Ibid.

⁸ DVOŘÁK, P. *Deriváty*. Praha: Oeconomica, 2008. ISBN 978-80-245-1435-2, str. 63.

⁹ POLOUČEK, S. *Bankovníctví*. Praha: Beck, 2006. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 80-7179-462-7, str. 413.

default swap (CDS), *total return swap* a *spread option*.¹⁰ Tyto instrumenty jsou nazývané kreditními (úvěrovými) deriváty. Nejnovější derivátové instrumenty dnes bývají velmi složité a jsou produktem rafinovaného finančního inženýrství, které propojuje a kombinuje vědomosti dosažené v oblasti finanční vědy, matematiky a informačních technologií.

Výrazná snaha zavést přísnější regulaci expozic vůči derivátovým kontraktům se objevuje po roce 2008 v reakci na vypuknutí finanční a ekonomické krize, mezi jejichž příčiny se právě řadí i derivátové kontrakty. Obchodování s deriváty a jejich kumulace u některých subjektů může významně zvýšit riziko, že se tyto subjekty stanou platebně neschopné, nastane-li pro ně negativní scénář. Dnes již známe dlouhý seznam významných soukromoprávních i veřejnoprávních entit, které se kvůli držení a obchodování s derivátovými kontrakty dostaly do úpadku.

Nejznámějším případem kolapsu systémově významné společnosti je vyhlášení bankrotu bankou Lehman Brothers, která v té době byla čtvrtou největší investiční bankou ve Spojených státech amerických, dne 15. září 2008. Tento bankrot byl tím největším v dosavadní historii a zdaleka byly překonány ztráty Enronu nebo Worldcomu. Jako hlavní příčina pádu Lehman Brothers bylo příliš vysoké zastoupení rizikových instrumentů v bilanci této banky. Jednalo se především o tzv. *subprime mortgage*¹¹, jejichž hodnota výrazně poklesla poté, co vyšlo najevo, že defaultní míra daných úvěrů je vyšší než se očekávalo.¹² Ve stejném roce došlo také k obrovským ztrátám americké pojišťovny AIG¹³, jejíž otevřená derivátová pozice ji dostala do úpadku, avšak následně byla zachráněna intervencí vlády Spojených států amerických, která jí poskytla úvěr.¹⁴

Obrovské ztráty ve výši 4,6 mld. USD, za kterou převážně mohou právě obchody s deriváty, dosáhl v roce 1998 hedžový fond LTCM¹⁵.¹⁶ Tento hedžový fond utrpěl masivní ztráty kvůli špatně zvolené strategii během východoasijské finanční krizi

¹⁰ DVOŘÁK, P. *Deriváty*. Praha: Oeconomica, 2008. ISBN 978-80-245-1435-2, str. 253.

¹¹ Jedná se o hypoteční úvěry, které byly poskytnuty méně bonitním klientům.

¹² *Case Study: The Collapse of Lehman Brothers* [online]. Investopedia.com. [cit. 7.11.2016]. Dostupné z <http://www.investopedia.com/articles/economics/09/lehman-brothers-collapse.asp>.

¹³ American International Group, Inc.

¹⁴ SHAIK, K. *Managing Derivatives Contracts*. 1 edition: Apress, 2014, 492 p., str. 15.

¹⁵ Long-Term Capital Management.

¹⁶ JÍLEK, J. *Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti*. 1. vyd. Praha: Grada, 2006. 260 s. Finanční trhy a instituce. ISBN 80-247-1826-X, str. 163.

defaultu ruských státních dluhopisů.¹⁷ Za zmínku stojí bezpochybně také bankrot veřejnoprávní entity Orange County v Californii v roce 1994, která ze své derivátové pozice utrpěla ztráty kvůli rostoucí úrokové míře.¹⁸

V souvislosti s výše popsaným dlouhým a pestrým vývojem derivátových kontraktů, který vedl ke komplexnímu a interdisciplinárnímu pojetí moderních derivátových kontraktů, došlo v rámci specializace k tomu, že jednotlivé vědecké obory spatřují v existenci derivátových kontraktů něco trochu odlišného. Z tohoto hlediska je vhodné rozlišovat ekonomický, právní a účetní aspekt derivátových kontraktů. Podstatou těchto aspektů se podrobněji zabývá následující část této diplomové práce.

1.2 Ekonomický aspekt derivátových kontraktů

Derivátové kontrakty jsou navrženy tak, aby plnily ekonomické a finanční požadavky nejrozličnějších obchodních společností a dalších entit. Podle toho, v jakém odvětví je daný subjekt činný, budou pro něj vhodné jiné varianty derivátů, prostřednictvím kterých může nejlépe řídit pro něj specifická rizika. Tak se například subjekt, který čerpal úvěr v domácí měně, jehož úroková míra je odvozena od referenční úrokové sazby PRIBOR¹⁹ ji může derivátovým kontraktem vyměnit za fixní úrokovou sazbu. Zájmy, které jednotlivé subjekty vstoupením do derivátové pozice sledují, mohou být i jiné než pouhé zajištění proti riziku. Tato podkapitola se zabývá ekonomickou podstatou derivátových kontraktů a pozornost je také věnována jejich systematizaci.

1.2.1 Ekonomický aspekt jako důvod existence derivátových kontraktů a jeho vztah k ostatním aspektům

Ekonomický aspekt derivátových kontraktů se na rozdíl od právního aspektu, jehož podstatou je vytvoření takové smlouvy, která bude právně závazná a vymahatelná a

¹⁷ SHAIK, K. *Managing Derivatives Contracts*. 1 edition: Apress, 2014, 492 p., str. 15.

¹⁸ Ibid.

¹⁹ *Prague interbank offered rate* je odhad úrokové sazby, za kterou by byla referenční banka ochotna poskytnout depozitum jiné bance na mezibankovním trhu. *Co je a co není PRIBOR* [online]. Česká národní banka. [cit. 7.10.2016]. Dostupné z:

http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2015/20150415_co_je_pribor.html.

zároveň její obsah bude plně reflektovat ekonomické potřeby obou smluvních stran, a účetního aspektu, který spočívá ve vytváření záznamů o existenci derivátových kontraktů a jejich vlivu na výsledek hospodaření, se přímo zabývá ekonomickými důvody a motivy, proč některé subjekty tyto instrumenty vytvářejí. Osobně proto **považuji ekonomický aspekt za aspekt původní, od kterého jsou právní a účetní aspekty odvozené.** Je tedy zjevné, že ekonomická podstata představuje jádro derivátových kontraktů, protože se jedná o souhrn pohnutek, kvůli kterým je smluvní strany uzavírají s vidinou toho, že z nich budou určitým způsobem benefitovat (např. přenesení rizika na jiný subjekt).

1.2.2 Obecná charakteristika derivátů

Z historické perspektivy je možné pozorovat pokusy mnohých odborníků o definici derivátů. Problém definice spočívá především v tom, že musí splňovat dva základní požadavky, které si navzájem oponují. Každá definice musí být dostatečně abstraktní, aby dokázala vymezit dané prvky na základě druhových znaků, ale zároveň musí být dostatečně určitá, aby se definice nedala aplikovat i na prvky, které do dané skupiny nepatří. Řešení tohoto problému je případě derivátových kontraktů velmi komplikovaný zejména kvůli tomu, že jednotlivé varianty derivátů jsou velmi různorodé a současně existují pouze drobné niance mezi deriváty a některými smluvními typy nederivátového charakteru (např. pojistná smlouva).

Derivátové kontrakty je možné vymezit na základě mnoha obecných znaků, které je odlišují od jiných smluvních typů. Mezi charakteristické znaky derivátových kontraktů lze uvést zejména následující:

- 1) Základním znakem derivátových kontraktů je jejich **odvozenost** (derivátový charakter) od v základě ležících instrumentů (používá se též pojem bazický nebo podkladový instrument), jejichž hodnota má přímý vliv na hodnotu derivátového kontraktu;²⁰
- 2) Jejich **termínový charakter** spočívá v tom, že jejich dopad se váže na předem vymezené budoucí časové období a že na rozdíl od např. nákupu cenných papírů, kdy probíhá jen jediná transakce, může dojít během tohoto

²⁰ DVOŘÁK, P. *Deriváty*. Praha: Oeconomica, 2008. ISBN 978-80-245-1435-2, str. 14-19.

období k vypořádání vícekrát. To se projevuje tak, že se vztahují na určité období, které začíná ve stanovený den po sjednání kontraktu a končí v den jiný. V případě FRA se můžeme v praxi setkat například s FRA-obdobím „6 x 9“, což znamená, že FRA-období začíná běžet po uplynutí 6 měsíců od uzavření FRA a končí po uplynutí 9 měsíců (to znamená, že FRA-období trvá 3 měsíce);²¹

- 3) Typickým znakem je také **pákový efekt** (*leverage effect*), který spočívá v tom, že hodnota derivátového kontraktu je velmi citlivá na změnu ceny podkladového aktiva (popř. referenční úrokové sazby atd.). Z toho vyplývá, že relativně nízké změny mohou vyústit jak ve vysoké zisky, tak v enormní ztráty.²²

Mezi další znaky derivátových kontraktů patří:

- 1) Jejich **vypořádání** (*settlement*) probíhá buď fyzicky (*delivery-settled*) nebo finančně (*cash-settled*), přičemž u naprosté většiny derivátových kontraktů dochází k finančnímu vypořádání;
- 2) Oproti nákupu podkladového aktiva přímo vyžadují derivátové kontrakty i přes jejich obrovské nominální hodnoty buď **žádnou nebo velmi nízkou počáteční investici** (např. v podobě *initial margin*²³);
- 3) Z technického hlediska nedochází k nákupu a prodeji derivátových kontraktů stejným způsobem jako u jiných finančních instrumentů. Místo toho účastníci trhu buď do otevřené **derivátové pozice** vstupují, nebo ji zavírají;
- 4) **Pojetí kreditního rizika** u většiny derivátových kontraktů je odlišné od toho, které existuje u jiných finančních instrumentů. Z běžných finančních instrumentů vyplývají jednosměrné vztahy mezi věřitelem a dlužníkem. Proto se jedná o unilaterální kreditní riziko, kterému je vystavena pouze jedna strana (věřitel). Derivátové kontrakty se odlišují tím, že předem není

²¹ Ibid, str. 19-48.

²² REVENDA, Z., MANDEL, M., KODERA, J, MUSÍLEK, P. a DVOŘÁK, P.. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. aktualizované vydání. Praha: Management Press, 2015. ISBN 978-80-7261-279-6, str. 175.

²³ *Initial margin* (počáteční marže), kterou je nutné deponovat u clearingového domu při otevření dané derivátové pozice, slouží jako zajištění proti ztrátě z drženého kontraktu.

známé, která strana bude poskytovat plnění, protože jak jejich výše plnění, tak i to, kdo bude povinen plnit, záleží na vnějších okolnostech.²⁴ V tomto smyslu se jedná o bilaterální kreditní riziko. V praxi se s významnějším kreditním rizikem setkáváme pouze u derivátových kontraktů, u kterých nedochází k dennímu vypořádání zisků a ztrát;

- 5) Derivátové kontrakty mohou být koncipovány tak, že umožňují **jak jednosměrné, tak oboustranné cash-flow**, zatímco u jiných finančních instrumentů dochází zpravidla pouze k jednosměrným platbám;
- 6) Prostřednictvím derivátových kontraktů mohou účastníci trhu na sebe **převést riziko** spojené s vlastnictvím daného instrumentu, aniž by ho ve skutečnosti vlastnili;
- 7) Riziko vyplývající z držení derivátového kontraktu je odlišné od rizika vyplývajícího z držení podkladového aktiva přímo.²⁵

Pomocí obecných znaků můžeme dále rozlišovat jednotlivé druhy derivátových kontraktů. Následující část této diplomové práce se věnuje kritériím, na jejichž základě je možné jednotlivé derivátové kontrakty třídit.

1.2.3 Motivy obchodování s derivátovými kontrakty

Účastníci trhu obchodují s derivátovými kontrakty z různých důvodů, avšak každý z nich spatřuje v uzavření těchto obchodů nějaký přínos. Mezi nejčastější motivy pro otevření nebo zavření derivátové pozice řadíme zajištění (*hedging*), spekulaci a arbitráž.

Zajištění proti riziku je z pohledu regulátora nejlepší motiv pro obchodování s deriváty. Podstata zajištění spočívá v tom, že si dnes prostřednictvím derivátového kontraktu můžeme pevně stanovit cenu určitého finančního instrumentu ke sjednanému termínu v budoucnosti.²⁶ Plným zajištěním dochází ke sterilizaci vlivu

²⁴ U některých derivátů však tento znak platit nemusí.

²⁵ SHAIK, K. *Managing Derivatives Contracts*. 1 edition: Apress, 2014, 492 p., str. 5.

²⁶ DVOŘÁK, P. *Deriváty*. Praha: Oeconomica, 2008. ISBN 978-80-245-1435-2, str. 39.

vnějších okolností na výnosy a náklady daného subjektu vzhledem k tomu, že jakékoliv jejich

změny kompenzují přijaté a poskytnuté platby z derivátových kontraktů, čímž dochází k eliminaci primárního rizika.

Spekulace se uskutečňuje prostřednictvím otevření derivátové pozice na termínovém trhu, přičemž spekulant podkladové aktivum termínovým obchodem buď kupuje nebo prodává podle toho, jaký vývoj ceny podkladového aktiva očekává.²⁷ Základním předpokladem pro spekulaci je predikce spekulanta, že termínová cena a budoucí spotová cena podkladového instrumentu se budou lišit. Očekává-li, že termínová cena podkladového instrumentu bude vyšší než budoucí spotová cena, vstoupí do krátké pozice²⁸ a následně podkladový instrument koupí za budoucí spotovou cenu a prodá za sjednanou termínovou cenu, čímž vytvoří zisk. V opačném případě by spekulant vstoupil do dlouhé pozice²⁹ a následně by jej za spotovou cenu prodal.

Významným motivem je také **arbitráž**, která spočívá v generování zisku využitím rozdílů v ceně podkladového instrumentu na různých trzích. Arbitráž je možné provádět buď na teritoriálně odlišných trzích (místní hledisko), nebo na termínových trzích (časové hledisko), přičemž je důležité vzít v potaz náklady spojené s realizací arbitráže, které mohou výrazně snížit arbitrážní zisk.³⁰

S využitím derivátových kontraktů se můžeme také setkat zejména při **formě odměňování** členů vrcholového managementu. Taková aplikace umožňuje motivovat jednotlivé osoby tak, aby se snažili dosáhnout výborných ekonomických výsledků, od nichž se odvíjí přímo nebo nepřímo výše jejich odměny. Největší oblibě se těší kupní opce na akcie dané společnosti, které tak umožňují dlouhodobě motivovat zaměstnance k vysokému pracovnímu nasazení.³¹

²⁷ Ibid.

²⁸ To znamená, že by se spekulant zavazal k určitému budoucímu termínu podkladový instrument za sjednanou cenu prodat.

²⁹ Spekulant by měl povinnost daný podkladový instrument k určitému budoucímu termínu koupit za sjednanou cenu.

³⁰ DVOŘÁK, P. *Deriváty*. Praha: Oeconomica, 2008. ISBN 978-80-245-1435-2, str. 39-40.

³¹ Ibid, str. 40.

1.2.4 Finanční a komoditní derivátové kontrakty

Derivátové kontrakty lze rozlišovat podle typu podkladového aktiva. Pro komoditní deriváty je charakteristické, že jejich hodnota je ve většině případů odvozena od tržní ceny dané komodity. Finanční deriváty naproti tomu mají typicky ve svém základě jiné finanční instrumenty. Z historické perspektivy byly komoditní derivátové kontrakty používány už v daleké minulosti, jak již bylo zmíněno v úvodu, zatímco finanční derivátové kontrakty jsou relativně nové instrumenty. Jak komoditní, tak finanční deriváty se vyskytují v mnoha různých podobách jako například *futures*, *forwardy*, *swapy* a *opce*. Z toho vyplývá, že finanční i komoditní derivátové kontrakty mohou být obchodovány buď přímo na burze, nebo mimoburzovně. Vzhledem k tomu, že v dnešní době hrají dominantní roli finanční derivátové kontrakty, věnuje tato diplomová práce v následujícím textu pozornost zejména finančním derivátovým kontraktům.

1.2.5 Členění derivátových kontraktů podle charakteru práva z nich vyplývajícího

Derivátové kontrakty je možné dělit podle charakteru práva na nepodmíněné (pevné) a podmíněné (opční), což lze považovat nejzákladnější rozdělení. Nepodmíněnost kontraktu spočívá například v tom, že k určitému termínu v budoucnosti má jedna strana povinnost podkladový instrument koupit a druhá strana ho má povinnost od něj koupit. Z toho vyplývá, že **obě strany mají v případě nepodmíněného kontraktu povinnost jednat určitým způsobem**. Naproti tomu jsou podmíněné kontrakty koncipovány tak, že jedna strana má právo podkladový instrument například koupit nebo prodat a druhá strana má povinnost ji na požádání podkladový instrument prodat nebo ho od ní koupit. **Podmíněnost kontraktu tedy dává jedné straně právo požadovat určité jednání a druhá strana má podmíněnou povinnost³² poskytnout určité plnění.**

Obě skupiny se dále člení a každá z nich obsahuje výlučně určité třídy derivátových kontraktů. Do pevných kontraktů patří *forwardy*, *futures* a *swapy*. Mezi

³² Povinnost poskytnout plnění druhé straně vzniká na základě sdělení, že druhá strana hodlá realizovat své právo z opce.

podmíněné kontrakty řadíme především kupní a prodejní opce, opční listy, *cap*, *floor* a *collar*.

Z koncepce podmíněných a nepodmíněných kontraktů vyplývá také odlišný dopad kreditního rizika na smluvní strany. Vzhledem ke skutečnosti, že nepodmíněné derivátové kontrakty ukládají povinnost pro obě smluvní strany, existuje zde dvojí úvěrové riziko (jsou mu vystaveny obě smluvní strany) vyplývající z obavy, že druhá strana nebude schopna svůj smluvní závazek splnit, což se projevuje prostřednictvím náročných požadavků na bonitu kupujícího i prodávajícího.³³ U podmíněných derivátových kontraktů je situace jiná v tom, že po zaplacení opční prémie³⁴ je úvěrovému riziku vystaven pouze prodávající, což snižuje požadavky na bonitu kupujícího opce.³⁵

1.2.6 Členění derivátových kontraktů podle způsobu obchodování

Na základě kritéria, zda se dané deriváty obchodují na burze, je můžeme dělit na burzovní a mimoburzovní (over-the-counter). **Zatímco v případě burzovních derivátů můžeme mluvit o jisté míře standardizace jednotlivých derivátových kontraktů, což následně způsobuje, že jsou více likvidní, jsou tzv. over-the-counter (OTC) deriváty naproti tomu zpravidla sjednávány ad-hoc tak, aby přesně odpovídaly specifickým potřebám daného subjektu.**³⁶ V dnešní době došlo k nahrazení způsobu obchodování na parketu³⁷ obchodováním v elektronické podobě, které páruje a uzavírá obchody s využitím informačních technologií.

Struktura derivátového trhu je vytvořena jednak burzovním trhem³⁸, jednak OTC trhem. OTC trh je dále možné dělit na čistě bilaterální trh a trh s centrální protistranou, kterou představuje clearingový dům. Každý z těchto trhů je atraktivní pro určité

³³ DVOŘÁK, P. *Deriváty*. Praha: Oeconomica, 2008. ISBN 978-80-245-1435-2, str. 39-40.

³³ Ibid, str. 38.

³⁴ Jedná se o odměnu za asymetrickou smlouvu, ze které pro jednu smluvní stranu vzniká pouze právo, zatímco druhé straně vzniká pouze povinnost.

³⁵ DVOŘÁK, P. *Deriváty*. Praha: Oeconomica, 2008. ISBN 978-80-245-1435-2, str. 38.

³⁶ MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 3. aktual. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5, str. 81.

³⁷ Obchodování pomocí open outcry systému, ve kterém dochází k uzavírání obchodů na základě verbální komunikace a gest.

³⁸ Burzovní trhy bývá někdy označován jako regulovaný nebo organizovaný trh.

subjekty podle toho, jaké požadavky mají. Co se týče výše objemu uzavřených kontraktů, jsou v současné době stále dominantní mimoburzovní deriváty.

Burzovní derivátové kontrakty jsou obchodovány na burzách, které podléhají právní regulaci, a je pro ně charakteristická standardizace, která se projevuje ve všech podstatných náležitostech kontraktu (např. specifické podmínky vypořádání kontraktu).³⁹ Mezi základní výhody burzovně obchodovaných derivátových kontraktů patří minimalizace kreditního rizika kvůli garanci centrální protistrany, denní vypořádání zisků a ztrát⁴⁰, standardizace, která zvyšuje likviditu kontraktů a tím umožňuje jejich rychlý nákup a prodej. S obchodováním na burze jsou spojeny nižší transakční náklady a vyšší míra transparentnosti, protože veškeré obchodované ceny jsou veřejně dostupné.⁴¹ Nicméně hlavní nevýhodou burzovně obchodovaných derivátových kontraktů je jejich standardizace, která neumožňuje změnu podstatných ustanovení, a proto neumožňuje zajištění oproti veškerým rizikům. Dochází-li k dennímu vypořádání zisků a ztrát, vyplývá z toho, že hodnota kontraktu na konci dne je rovna nule.

Jak již bylo výše zmíněno, mimoburzovní (OTC) trh se člení na bilaterální trh a trh s centrální protistranou. Bilaterální trh je založen na maximální možné individualizaci derivátových kontraktů, které jsou šité na míru danému subjektu a umožňují mu proto řešit jeho specifické problémy. Tyto kontrakty označujeme jako bilaterální (popř. také nestandardizované nebo neburzovní) a jedná se o vztah mezi dvěma subjekty, mezi které patří nejčastěji institucionální klienti a investiční banky, přičemž obsah (tj. podkladový instrument, nominální hodnota, splatnost atd.) kontraktu se tvoří dle požadavků klienta.⁴² Nejvýznamnějším negativem bilaterálních kontraktů je vystavení smluvních stran kreditnímu riziku až do vypořádání, protože zde nedochází k dennímu vypořádání jako u burzovních kontraktů a zároveň zde není ani centrální protistrana, která by zajistila splnění závazku.

Posledním segmentem derivátového trhu je OTC trh s centrální protistranou, která provádí clearing, a proto lze tento přístup považovat za kombinaci dvou výše uvedených dílčích derivátových trhů. Kontrakty obchodované na tomto trhu mají

³⁹ SHAIK, K. *Managing Derivatives Contracts*. 1 edition: Apress, 2014, 492 p., str. 6.

⁴⁰ Mark to market (MTM) zobrazuje realistickou současnou hodnotu daného derivátového kontraktu.

⁴¹ SHAIK, K. *Managing Derivatives Contracts*. 1 edition: Apress, 2014, 492 p., str. 7.

⁴² Ibid, str. 8.

vzhledem k tomu, že jsou standardizovány a jejich splnění garantuje centrální protistrana, více společných znaků s kontrakty burzovními.⁴³

1.2.7 Členění derivátových kontraktů podle podkladového instrumentu

Derivátové kontrakty je praktické třídit podle podkladového instrumentu, protože na základě tohoto kritéria je možné rozpoznat, na jakých proměnných je hodnota daného kontraktu závislá a tím identifikovat, proti kterému riziku se daným kontraktem můžeme zajistit. Takové riziko spadá do jedné ze tří následujících skupin: tržní riziko, úvěrové (kreditní) riziko a jiná rizika. Tržní riziko je možné dále dekomponovat na jednotlivá tržní rizika, a proto může spočívat v úrokovém, měnovém, akciovém nebo komoditním riziku.⁴⁴

Derivátové kontrakty na úrokové riziko patří mezi nejfrequentovanější. Jejich podstata spočívá v tom, že jejich hodnota závisí na ceně instrumentu, který je bezprostředně ovlivněn určitou tržní úrokovou mírou, takže změnou této úrokové sazby může dojít ke vzniku povinnosti poskytnout plnění, popř. vzniku práva na určité plnění ve stanovené výši.⁴⁵ Derivátové kontrakty mají proti měnovému riziku bazický instrument, ze kterého vyplývá pozice v různých měnách.⁴⁶ Proti akciovému riziku je možné se zajistit prostřednictvím derivátů, které mají jako podkladové aktivum určitou akcii či akciový index. V případě zajištění proti komoditnímu riziku je nutné odkazovat na ceny daných komodit.

Derivátové kontrakty na úvěrové riziko umožňují řešit specifické vnější okolnosti, které je nutné ve smlouvě precizně právně definovat, aby nedocházelo ke sporům ohledně toho, zda daná okolnost opravdu nastala či nikoliv. Tyto kontrakty nejčastěji přímo souvisí se změnou bonity určitého subjektu nebo instrumentu.⁴⁷ Dojde-li k tomu, že je možné nastalou faktickou skutečnost (*questio facti*) subsumovat pod právní vymezení rozhodné skutečnosti (*questio juris*) v jednotlivých ustanoveních

⁴³ Ibid.

⁴⁴ REVENDA, Z., MANDEL, M., KODERA, J., MUSÍLEK, P. a DVOŘÁK, P.. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. aktualizované vydání. Praha: Management Press, 2015. ISBN 978-80-7261-279-6, str. 176.

⁴⁵ DVOŘÁK, P. *Deriváty*. Praha: Oeconomica, 2008. ISBN 978-80-245-1435-2, str. 34.

⁴⁶ Ibid.

⁴⁷ Ibid.

smlouvy, dochází k poskytnutí plnění na podobném principu, jako je tomu např. u institutu pojištění.

Zbývající derivátové kontrakty se zaměřují na jiné jiné druhy rizik, avšak vývoj hodnoty některých těchto derivátů může silně korelovat s vývojem hodnot derivátů na výše uvedená rizika. Mezi základní příklady patří deriváty, jejichž hodnota je odvozena od nejrůznějších meteorologických jevů (např. počet slunečných dnů v roce, množství srážek, průměrná teplota v měsíci atd.).⁴⁸

1.2.8 Základní druhy derivátových kontraktů

V následující části této diplomové práce budou stručně popsány základní druhy derivátových kontraktů. Nejdříve je pozornost zaměřena na čtyři *plain vanilla* derivátové kontrakty a jejich modifikace a následně na složitější problematiku syntetických derivátů a strukturovaných produktů.

1.2.8.1 Forwardy

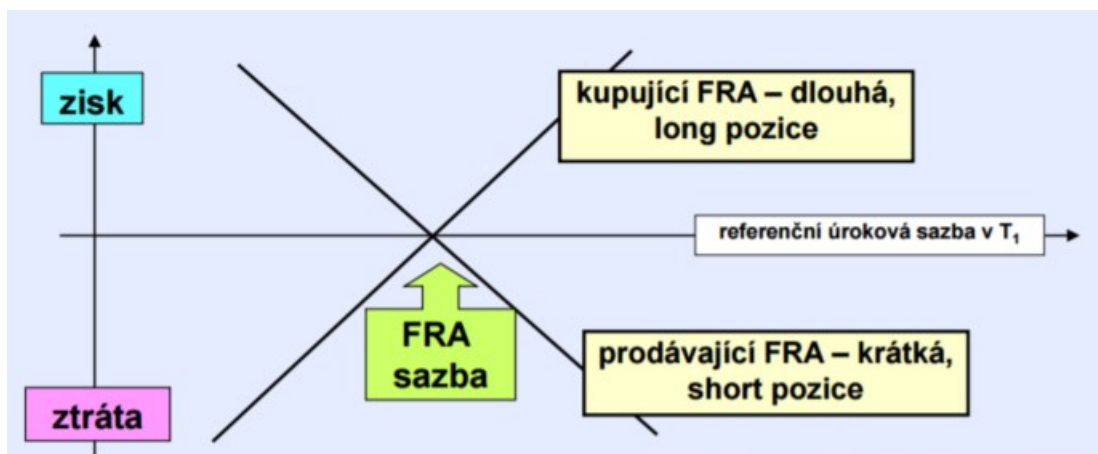
Forwardy jsou mimoburzovní pevné kontrakty, na jejichž základě dochází k vypořádání dvou podkladových instrumentů⁴⁹ ke stanovenému termínu v budoucnosti.⁵⁰ *Forwardy* se dělí na úrokové, měnové, akciové a komoditní.

Nejdůležitější z nich je úrokový *forward* (*interest rate forward*), který bývá nazýván FRA (*forward rate agreement*). Prostřednictvím FRA kontraktu se smluvní strany zavazují platit si navzájem úrokové platby, přičemž jedna z nich je fixní a ta druhá má pohyblivý základ, což znamená, že je odvozena od určité referenční sazby. Vývoj hodnoty FRA kontraktu pro kupujícího a prodávajícího zobrazuje obrázek č.1.

⁴⁸ REVENDA, Z., MANDEL, M., KODERA, J., MUSÍLEK, P. a DVOŘÁK, P.. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. aktualizované vydání. Praha: Management Press, 2015. ISBN 978-80-7261-279-6, str. 176.

⁴⁹ Např. výměna peněz v jedné měně za peníze v druhé měně.

⁵⁰ JÍLEK, J. Finanční a komoditní deriváty v praxi. Praha: Grada, 2010. ISBN 978-80-247-3696-9, str. 87.



Obrázek 1: Pozice prodávajícího a kupujícího ve FRA⁵¹

Z obrázku č.1 vyplývá, že kupující FRA (je v dlouhé pozici) vydělá, pokud je referenční úroková sazba vyšší než fixní FRA sazba. Jelikož se v praxi setkáváme s tzv. čistým vypořádáním, nedochází k zaslání obou plateb v plné výši, nýbrž pouze k uhrazení jejich rozdílu (*netting*). Naopak, je-li FRA sazba vyšší než referenční úroková sazba, vyplývá z toho zisk pro prodávajícího.

Hodnotu FRA kontraktu pro kupujícího lze vypočítat pomocí následujícího vzorce:

$$\text{Výše plnění pro kupujícího} = (\text{pohyblivá ir} - \text{fixní ir}) * t * \frac{NH}{360 * 100}$$

První závorka představuje rozdíl mezi referenční a fixní úrokovou mírou (v procentech), který je dále násoben sjednaným časovým obdobím (tj. ve dnech) FRA kontraktu a jeho nominální hodnotou (NH). Jmenovatel pak jednak převádí procenta na desetinné číslo (dělení 100) a následně přepočítává počet dní na roky (dělení 360), přičemž vzorec vychází z konvence, že rok má 360 dní. Je-li výsledek výpočtu kladný, získá tím kupující, je-li však záporný, znamená to příjem pro prodávajícího.

Druhým typem *forwardu* je měnový *forward*, jehož podstatou je směna pevné částky hotovosti v jedné měně za pevnou částku hotovosti v druhé měně.⁵² Třetí druh představuje akciový *forward*, kterým se smluvní strany zavazují vyměnit stanovený

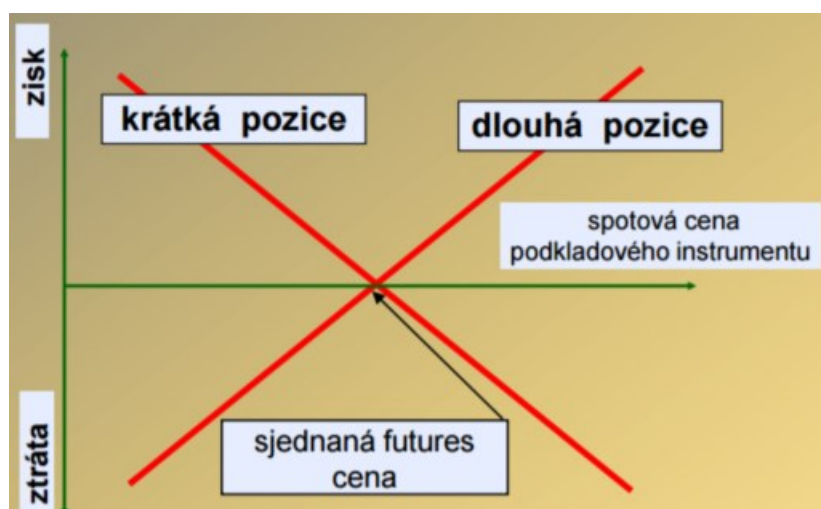
⁵¹ Zdroj: DVOŘÁK, P. *Forwardové kontrakty*. Podkladové dokumenty k přednášce z Bankovníctví II ze dne 16.3.2016. VŠE. Str. 16.

⁵² JÍLEK, J. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. Praha: Grada, 2010. ISBN 978-80-247-3696-9, str. 185.

akciový nástroj za pevně stanovenou sumu peněz v určité měně ke sjednanému termínu v budoucnosti.⁵³ Výčet uzavírá komoditní *forward*, který je obdobný akciovému *forwardu*, avšak místo akciového instrumentu je jeho bazickým instrumentem nějaká komodita.

1.2.8.2 Futures

Futures jsou obdobné jako *forwards*, ale jedná se o burzovní kontrakty a z toho důvodu jsou standardizované. Stejně jako *forwards* jsou i *futures* úrokové, měnové, akciové a komoditní podle toho, jaký instrument leží v jejich základě. Vztah kupujícího a prodávajícího k hodnotě *futures* kontraktu lze vyjádřit obdobným způsobem pomocí grafu, jak tomu bylo u *forwardů*, avšak u všech druhů *futures* se tato hodnota posuzuje podle spotové ceny podkladového instrumentu. Tento vztah znázorňuje obrázek č.2.



Obrázek 2: Zisk a ztráta kupujícího a prodávajícího *futures* kontraktu⁵⁴

Vzhledem k tomu, že úrokové *futures* mají za podkladový instrument krátkodobé a dlouhodobé úrokové instrumenty (dluhopisy, státní pokladniční poukázky atd.), reaguje jejich spotová cena na růst tržních úrokových sazeb negativně. Z toho vyplývá, že krátká a dlouhá pozice u *futures* a u *forwardu* jsou obrácené. Proto se daný subjekt

⁵³ Ibid, str. 229.

⁵⁴ Zdroj: DVORÁK, P. *Forwardové kontrakty*. Podkladové dokumenty k přednášce z Bankovníctví II ze dne 30.3.2016. VŠE. Str. 10.

může zajistit proti vzestupu tržních úrokových sazeb buď nákupem (dlouhá pozice) *forward rate agreement*, nebo prodejem (krátká pozice) *interest rate futures*.

1.2.8.3 Swapy

Ačkoliv jsou *swapy* považovány za základní druh derivátových kontraktů, je možné je nahradit kombinací několika forwardů (resp. futures). Swapy jsou dlouhou dobu charakterizovány za výlučně mimoburzovní derivátový kontrakt.⁵⁵ Dnes už takové tvrzení není úplně pravdivé, protože se v posledních letech objevují tendence nabízet i burzovní *swapy* a již delší dobu se můžeme setkat i s jinými derivátovými kontrakty, který mají *swap* jako bazický instrument (např. *interest rate swap futures*). Swapy se dále člení na úrokové, měnové, akciové, komoditní a kreditní, kterým je dále věnována pozornost v podkapitole o syntetických derivátových kontraktech první generace.

Pro správné pochopení ekonomických motivů pro vznik *swapových* kontraktů je zásadní podívat se na jejich časový vývoj. Prvním historickým předchůdcem swapů byl tzv. *parallel loan*⁵⁶, který vznikl v 60. letech ve Velké Británii s cílem obejít omezení pohybu kapitálu se zahraničím ve formě daně na měnové transakce.⁵⁷ Parallel loan lze charakterizovat jako smlouvu dvou subjektů, které sídlí v různých zemích a které mají zájem investovat svůj kapitál do země smluvní protistrany, přičemž hlavní problém tohoto právního institutu spočívá v tom, že smlouva je sjednána mezi matkami, avšak úvěr je poskytován dceřiným společností, čímž vznikají dva nezávislé vztahy, které jsou na sobě nezávislé.⁵⁸ Tento problém je možné řešit pomocí tzv. *off-set* klauzule⁵⁹, která stanoví, že není třeba splácet daný úvěr pokud nedochází k řádnému splacení zrcadlového závazku zahraniční dceřiné společnosti smluvní protistrany. Prostřednictvím parallel loan tedy vznikají dva nezávislé úvěry v různých měnách, přičemž dochází ke splacení jak úvěru, tak úroků z nich plynoucích.

⁵⁵ JÍLEK, J. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. Praha: Grada, 2010. ISBN 978-80-247-3696-9, str. 321.

⁵⁶ Paralelní úvěr.

⁵⁷ DVOŘÁK, P. *Deriváty*. Praha: Oeconomica, 2008. ISBN 978-80-245-1435-2, str. 63.

⁵⁸ Ibid, str. 63-64.

⁵⁹ Jedná se o smluvní doložku, která podmiňuje plnění jednoho úvěru tím, že je plněn i úvěr poskytnutý protistraně.

Na nedostatky parallel loan reaguje *back-to-back loan*⁶⁰, který se svojí podstatou již významně podobá měnovému swapu. Tento novější koncept již eliminuje úvěrové riziko, které existovalo v předchozím řešení, tím, že úvěry si poskytovaly přímo matky, ale zároveň kvůli tomu již back-to-back loan neumožňoval obcházet devizové restrikce.⁶¹

Swapem se rozumí dohoda mezi dvěma subjekty o výměně a splnění ve smlouvě vymezených finančních závazků k určitým termínům v budoucnosti, které se opakují v periodických intervalech.⁶² Takový finanční závazek může spočívat v peněžních tocích, měnách, cenných papírech či komoditách. Swapy jsou z historické perspektivy výlučně OTC derivátovými kontrakty, což je dáno zejména tím, že při jejich sjednávání dochází k šití každého kontraktu na míru danému subjektu, přičemž jednotlivé subjekty mají často velmi odlišné požadavky. Mimoburzovní trh se dále dělí na bilaterální trh a trh s centrální protistranou, která umožňuje denní vypořádání zisků a ztrát.

Nejdůležitější postavení patří již dlouhou dobu úrokovým swapům (*interest rate swap*), jejichž podstatou je závazek vyměnit si navzájem budoucí peněžní toky plynoucí z úrokových plateb, které jsou odvozeny od stanovených úrokových měr a nominální hodnoty kontraktu, v předem určených termínech v budoucnosti.⁶³ Úrokové swapy se člení na swapy kupónové (*coupon swaps*) a bazické (*basis swaps*). Zatímco pro ty první je charakteristická výměna pevně stanovené úrokové míry za pohyblivou úrokovou míru (*fix-to-floating*), v případě bazických swapů dochází k výměně jedné pohyblivé úrokové míry za jinou pohyblivou úrokovou míru (*floating-to-floating*).⁶⁴

Měnové swapy (*currency swap*) lze definovat jako derivátový kontrakt, na jehož základě dochází k opakované výměně peněžních částek odvozených od úrokové míry dvou odlišných měn a nominální hodnoty měnového swapu ke sjednaným budoucím termínům. Měnové swapy lze z ekonomického hlediska vymezit pomocí jejich třífázového životního cyklu. První fáze přitom spočívá ve vzájemném převodu určitých částek v jednotlivých měnách smluvní protistraně. Na tuto etapu navazuje

⁶⁰ Zpětný úvěr.

⁶¹ JÍLEK, J. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. Praha: Grada, 2010. ISBN 978-80-247-3696-9, str. 322.

⁶² SHAIK, K. *Managing Derivatives Contracts*. 1 edition: Apress, 2014, 492 p., str. 35.

⁶³ Ibid, str. 38.

⁶⁴ JÍLEK, J. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. Praha: Grada, 2010. ISBN 978-80-247-3696-9, str. 327-328.

periodické placení úrokových plateb a v poslední fázi dochází k navrácení peněžních prostředků, které byly převedeny v první fázi. Od měnového swapu je vhodné odlišovat devizový swap, který ve svých ustanoveních nezahrnuje druhou fázi měnového swapu (tj. neobsahuje vzájemné úrokové platby).

Sjednáním akciového swapu (*equity swap*) se jeho smluvní strany zavazují si vzájemně vyměnit platby, přičemž jedna má formu fixních úroků a druhá je odvozena od výnosu akciového portfolia či akciového indexu, v periodicky se opakujících budoucích termínech.⁶⁵ Podobný princip se uplatňuje také u komoditních swapů (*comodity swaps*), v jejichž případě dochází k nahrazení platby vázané na akciový instrument platbou odvozenou od spotové ceny určité komodity.

Za zmínění stojí i zvláštní druhy swapů, které vznikají buď kombinací výše uvedených swapů, nebo jejich modifikací. Příkladem zvláštních druhů swapů jsou koktejlové swapy (*coctail swaps*), které jsou tvořeny komplexní strukturou a kombinací několika základních druhů úrokových a měnových swapů.⁶⁶ Dále v tomto kontextu můžeme zmínit forwardové swapy (*forward swaps*) a *zero bond swapy*, které představují modifikace základních druhů swapů.

1.2.8.4 Opční instrumenty

Dosud jsme se zabývali pevnými derivátovými kontrakty, nyní však dochází ke změně a zaměříme se na opce (*options*), které, jak již z jejich názvu vyplývá, jsou podmíněné derivátové kontrakty.⁶⁷ **Opcí se rozumí derivátový kontrakt, na jehož základě je kupující opce oprávněn požadovat splnění určitého závazku od prodávajícího opce ve stanoveném budoucím termínu.** S koupením opce je spojeno zaplacení tzv. opční prémie prodávajícímu, která slouží jako kompenzace asymetričnosti těchto derivátových kontraktů spočívající v tom, že jedna smluvní strana má pouze oprávnění a ta druhá má pouze povinnost. Důležitý rozdíl spočívá v tom, zda se jedná o evropskou nebo americkou opci, protože v případě evropské opce může kupující uplatnit své oprávnění pouze k jedinému sjednanému okamžiku, zatímco u americké

⁶⁵ DVOŘÁK, P. *Deriváty*. Praha: Oeconomica, 2008. ISBN 978-80-245-1435-2, str. 63.

⁶⁶ Ibid, str. 77.

⁶⁷ JÍLEK, J. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. Praha: Grada, 2010. ISBN 978-80-247-3696-9, str. 437.

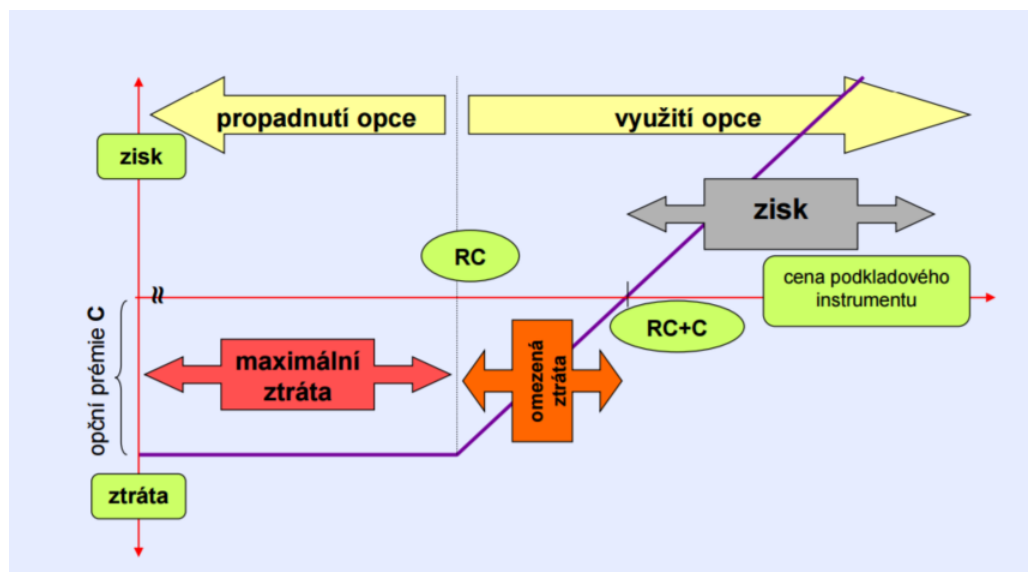
opce je možné toto právo uplatnit ve stanoveném období. Opční kontrakty je možné dělit zejména na úrokové, měnové, akciové a komoditní, ale existují i další kategorie, kam patří např. úvěrové a exotické opce.⁶⁸

Vzhledem k tomu, že opční kontrakt nevytváří možnost, aby z něj mohly obě smluvní strany benefitovat podobným způsobem, jako tomu je u pevných derivátových kontraktů, existují u něj místo dvou pozic (dlouhá a krátká pozice), celkem čtyři pozice, protože u těchto dvou základních pozic rozlišujeme ještě to, zda je s opcí právo podkladový instrument koupit (*call option*), nebo prodat (*put option*). Proto se smluvní strana opčního kontraktu může nacházet v jedné z následujících pozic: *long call* (dlouhá kupní), *short call* (krátká kupní), *long put* (dlouhá prodejní), nebo *short put* (krátká prodejní). V případě kupní opce je jedna smluvní strana v postavení *long call* (oprávněný koupit⁶⁹ podkladový instrument) druhá *short call* (povinný prodat podkladový instrument po uplatnění opce). U prodejní opce je jedna smluvní strana v pozici *long put* (oprávněný prodat podkladový instrument) a druhá *short put* (povinný koupit podkladový instrument po uplatnění opce).

Ekonomickou podstatu jednotlivých pozic vyplývajících z opčních kontraktů znázorňují následující obrázky. Obrázek č. 3 znázorňuje pozici *long call*, což je dlouhá pozice kupní opce. RC je zkratka pro realizační cenu, která označuje okamžik, kdy její držitel je indiferentní vůči tomu, zda opci použít či nikoliv. Z daného opčního kontraktu vyplývá pro jeho držitele právo koupit daný podkladový instrument za realizační cenu. Koupení této opce je vhodným zajištěním proti očekávanému růstu cen podkladového instrumentu. Pokud je spotová cena podkladového instrumentu vyšší než realizační cena, dochází nejdříve ke kompenzaci ztráty ze zaplacení opční prémie a následně se tato pozice stává ziskovou. K tomu dochází, je-li spotová cena podkladového instrumentu vyšší než součet realizační ceny a opční prémie ($RC + C$). Maximální možná ztráta z této pozice je omezena na výši opční prémie.

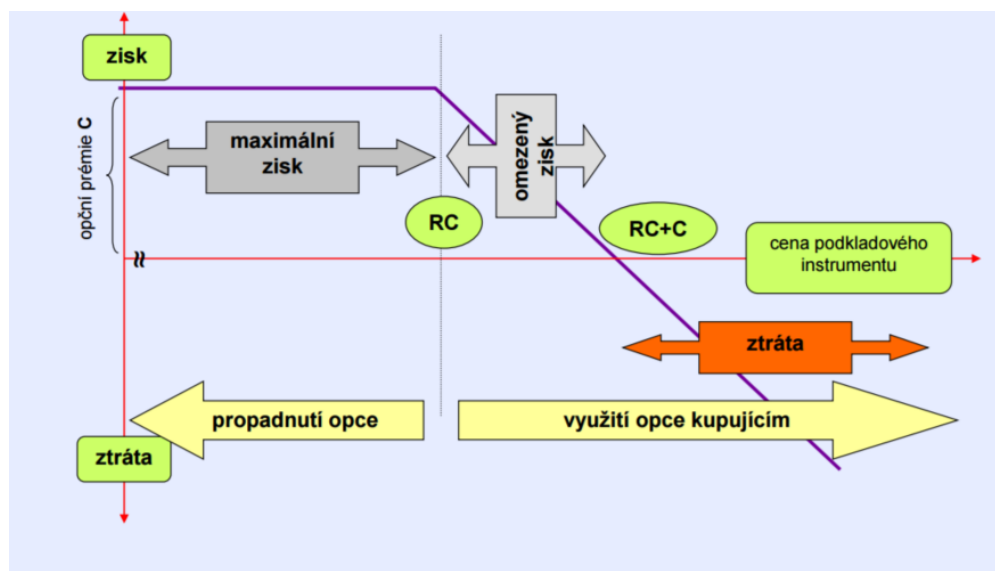
⁶⁸ Ibid.

⁶⁹ Jedná se o ilustrativní příklad opce, plnění může spočívat v odlišném jednání než koupě, resp. prodej.



Obrázek 3: Long call⁷⁰

Pozice *short call* je znázorněna na obrázku č. 4. Tato pozice je zrcadlová vůči pozici *long call*, a proto je vůči ní zrcadlově obrácena podle osy zobrazující cenu podkladového aktiva. Prodávající kupní opce spoléhá na to, že cena podkladového instrumentu nedosáhne výše $RC+C$, protože do této chvíle je jeho pozice zisková.

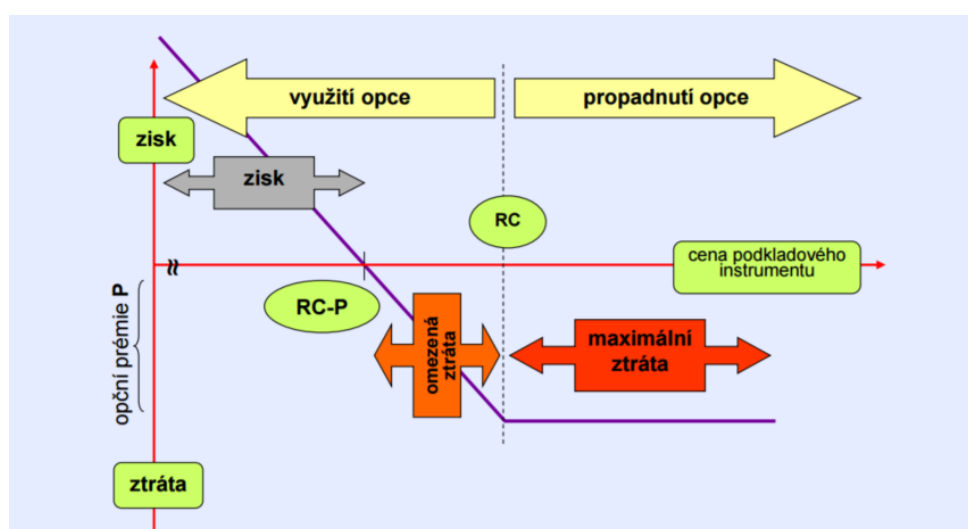


Obrázek 4: Short call⁷¹

⁷⁰ Zdroj: DVOŘÁK, P. *Opce*. Podkladové dokumenty k přednášce z Bankovníctví II ze dne 6.4.2016. VŠE. Str. 9.

⁷¹ Ibid, str. 10.

Obrázek č. 5 zobrazuje pozici *long put* neboli dlouhou pozici u prodejní opce. Kupující prodejní opce má právo podkladový instrument prodat za sjednanou realizační cenu. Koupení této opce je vhodným zajištěním proti očekávanému poklesu cen podkladového instrumentu. Je-li spotová cena podkladového instrumentu nižší než realizační cena, dochází nejdříve ke kompenzaci ztráty ze zaplacené opční prémie a následně, klesne-li spotová cena podkladového instrumentu pod realizační cenu sníženou o opční prémii ($RC - P$), stane se tato pozice ziskovou. Maximální možná ztráta z této pozice je omezena na výši opční prémie.



Obrázek 5: Long put⁷²

Na obrázku č. 6 je znázorněna pozice *short put*. Tato pozice je zrcadlová vůči pozici *long put*, a proto je vůči ní zrcadlově obrácena podle osy zobrazující cenu podkladového aktiva. Prodávající prodejní opce spoléhá na to, že cena podkladového instrumentu neklesne pod realizační cenu sníženou o $RC-P$, protože do této chvíle je jeho pozice zisková. Na rozdíl od krátké pozice u kupní opce (*short call*), kdy maximální výše ztráty není omezena, je v případě krátké pozice u prodejní opce (*short put*) maximální možná ztráta omezena na výši realizační ceny snížené o opční prémii ($RC-P$).

⁷² Ibid, str. 11.

1.2.9 Syntetické derivátové kontrakty

Jako syntetické (hybridní) derivátové kontrakty můžeme označovat jednak ty derivátové kontrakty, které pouze kombinují několik základních derivátových kontraktů (uvedených výše), a jednak takové derivátové kontrakty, které vznikly syntézou derivátového kontraktu s různými právními instituty a jinými finančními instituty.⁷⁷ V této části bude věnována pozornost nejdříve jednodušším syntetickým derivátovým kontraktům první generace, které vznikají skládáním základních derivátových kontraktů, a na to budou navazovat složitější syntetické derivátové kontrakty včetně strukturovaných produktů, které jsou produktem finanční inovace několika posledních dekad.

1.2.9.1 Syntetické derivátové kontrakty první generace

První generaci syntetických derivátových kontraktů tvoří zejména swapy úvěrového selhání (*credit default swaps*⁷⁸) a swapy veškerých výnosů (*total return swaps*⁷⁹).

Swapy úvěrového selhání (CDS) lze definovat jako kreditní deriváty, které slouží k přenesení kreditního rizika z jednoho subjektu na jiný, avšak vzhledem k tomu, že k platbě prodávajícího v rámci tohoto kontraktu dochází až v závislosti na vznik smluvně definované úvěrové události nebo jiné skutečnosti, jedná se s ohledem na charakteristické znaky spíše o exotickou opci než o swap.⁸⁰ CDS představuje jednoduchý derivátový kontrakt, jehož strany jsou kupující zajištění (*protection buyer*), který si kupuje zajištění a za to odvádí pravidelné platby, a prodávající zajištění (*protection seller*), který poskytuje protistraně plnění pouze tehdy, dojde-li k naplnění podmínek uvedených ve smlouvě.⁸¹

Prostřednictvím swapu veškerých výnosů (TRS) dochází k replikaci výnosnosti určitého aktiva, která já v rámci tohoto swapového kontraktu vyměněna za fixní nebo variabilní sazbu.⁸² Dále jsou do první generace syntetických derivátových kontraktů

⁷⁷ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014, 760 s, str. 574.

⁷⁸ Také známé pod zkratkou CDS.

⁷⁹ Také známé pod zkratkou TRS.

⁸⁰ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014, 760 s, str. 574.

⁸¹ DVOŘÁK, P. *Deriváty*. Praha: Oeconomica, 2008. ISBN 978-80-245-1435-2, str. 254.

⁸² MEJSTRÍK, Michal, Magda PEČENÁ a Petr TEPLÝ. *Bankovníctví v teorii a praxi: Banking in theory and practice*. Vyd. 1. Praha: Karolinum, 2014. ISBN 978-80-246-2870-7, str. 800.

zařazeny akciové default swapy (*Equity default swaps*⁸³), které vycházejí z konstrukce CDS.

1.2.9.2 Syntetické derivátové kontrakty druhé generace

Druhá generace je tvořena jak nepodmíněnými, tak opčními derivátovými kontrakty. Snaha individualizovat kontrakty podle přání klientů nadále zůstává přední hnací silou.

Mezi pevné derivátové kontrakty této generace se uvádí forward na swap (*forward swap*) a forward na opci (*forward option*), přičemž podstatou je, že podkladový derivátový kontrakt (tj. swap nebo opce) je dohodnut v určitém čase, avšak dochází k odložení jeho realizace k určitému budoucímu termínu prostřednictvím forwardu.⁸⁴

Základními představiteli syntetických opčních derivátových kontraktů druhé generace jsou opce na forwardy (*forward options*), opce na futures (*futures options*), opce na swap⁸⁵ (*swap options*, *swaptions*) a opce na opce (*compound options*).⁸⁶ Kupující opce má v těchto případech možnost využít opci a tím uzavřít podkladový derivátový kontrakt (tj. forward, futures, swap nebo opce), jehož ustanovení již byla sjednána při koupi opce.

1.2.9.3 Strukturované produkty

Strukturované produkty vycházejí z vědomostí získaných jak ze základních, tak syntetických derivátových kontraktů a tento stav poznání dále rozšiřují. Jedná se o **velice sofistikované produkty finančního inženýrství, které umožňují poskytnout nejrozličnějším subjektům jedinečné řešení pro jejich situaci**. Strukturované produkty tvoří široká škála finančních instrumentů, jejichž základní dělení je na strukturované vklady, strukturované dluhové cenné papíry, cenné papíry strukturovaných fondů a

⁸³ Používá se zkratka EDS.

⁸⁴ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014, 760 s, str. 586.

⁸⁵ Tj. swapce.

⁸⁶ Více viz REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014, 760 s, str. 587-594.

sekuritizované pákové deriváty. Problematice sekuritizace je věnována následující část této podkapitoly.

Sekuritizace je nový trend na světových finančních trzích, který se začíná objevovat v 70. letech 20. století ve Spojených státech amerických v reakci na zpřísnění bankovní regulace.⁸⁷ Sekuritizaci lze z pohledu zdrojů financování charakterizovat jako proces, jehož prostřednictvím dochází k relativnímu navýšení finančních prostředků získaných emisí cenných papírů (získání zdrojů prostřednictvím trhu cenných papírů) na úkor tradičního získávání finančních prostředků.⁸⁸ Tento proces spočívá v tom, že se **ze stejnorodých podkladových aktiv vytvoří balík, který se tak stává novým referenčním předmětem** (smluvní ujednání nepracují s jednotlivými aktivy, nýbrž odkazují na daný balík jako portfolio těchto aktiv), a z něj jsou emitovány cenné papíry (jedná se o tzv. *asset backed securities*, ABS), které jsou vázány na příjmy z portfolia aktiv v balíku.⁸⁹ ABS jsou tedy syntetické dluhové cenné papíry zajištěné určitým portfoliem aktiv, jehož výkonnost přímo ovlivňuje výši plateb z ABS plynoucích. Z této perspektivy lze sekuritizaci popsat jako přeměnu původních nelikvidních aktiv na obchodovatelné cenné papíry.

Velké oblibě se těšila zejména sekuritizace úvěrů, do kterých tímto způsobem mohlo investovat široké spektrum investorů a úvěrovým institucím umožňoval tento postup snížit expozici vůči určitým rizikům a jednoduše splnit požadavky vyplývající z regulace jejich činnosti a také přispíval ke snížení nákladů. Vzhledem k tomu, že v mnoha případech byly sekuritizovány zejména špatná aktiva, bývá sekuritizace s negativní konotací označována jako recyklace finančních aktiv.⁹⁰ Bonitu ABS je možné zlepšit různými právními instituty jako například akreditivem, pojištěním, zárukou nebo nadměrným zajištěním v tom smyslu, že podkladová aktiva mají vyšší hodnotu než emitované ABS.⁹¹ Mezi základní typy ABS patří např. kolateralizované

⁸⁷ POLOUČEK, S. *Bankovníctví*. Praha: Beck, 2006. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 80-7179-462-7, str. 413.

⁸⁸ REVENDA, Z., MANDEL, M., KODERA, J., MUSÍLEK, P. a DVOŘÁK, P.. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. aktualizované vydání. Praha: Management Press, 2015. ISBN 978-80-7261-279-6, str. 81.

⁸⁹ Ibid.

⁹⁰ JÍLEK, J. *Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti*. 1. vyd. Praha: Grada, 2006. 260 s. Finanční trhy a instituce. ISBN 80-247-1826-X, str. 39.

⁹¹ MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 3. aktual. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5, str. 227.

hypoteční závazky, kolateralizované dluhopisová závazky, kolateralizované úvěrové závazky a další.⁹²

Aby mohlo dojít k uspokojení širokého spektra investorů ohledně bonity ABS, přistupuje se k tranšování (*tranching*), jehož podstatou je vytvoření několika tranší, které mají odlišnou citlivost vůči změně hodnoty podkladových aktiv (např. defaultu některých úvěrů z portfolia). Počet tranší záleží na volbě osoby provádějící sekuritizace, ale v minulosti obvykle docházelo k vytvoření pěti následujících tranší: tranše peněžního trhu (*money market tranche*), tranše přednostní (*senior tranche*), tranše střední (*mezzanine tranche*), tranše podřízená (*subordinate tranche*) a tranše akciová (*equity tranche*).⁹³ V tomto případě se první ztráty projevily nejdříve v akciové tranši⁹⁴, z čehož vyplývá její obrovská rizikovost, a následně prostupovaly do vyšších tranší až nakonec dopadly i na tranši peněžního trhu, která měla nejvyšší bonitu daného balíku. Důvěryhodnost jednotlivých tranší byla posílena vydáváním ratingových hodnocení ratingových agentur, avšak vyšlo najevo, že v mnoha případech metody stanovení ratingu byly intuitivní, postrádaly transparentnost, poctivost a spolehlivost, což vedlo k nadhodnocení ratingu špatných tranší⁹⁵.⁹⁶

Proces sekuritizace v dnešní době může nabývat mnoha různých podob. Základní typologické dělení rozlišuje mezi sekuritizací tradiční a syntetickou.

Tradiční sekuritizace (*traditional securitization*) je druhem sekuritizace, při němž dochází ke skutečnému převodu určitého portfolia nelikvidních aktiv ve vlastnictví původní finanční instituce (*originator*) na jinou entitu (tzv. SPV, *special purpose vehicle*⁹⁷), která následně emituje vlastní obchodovatelné cenné papíry, jejichž hodnota je odvozena od plateb vyplývajících z převedeného portfolia.⁹⁸ Tímto dochází k tomu, že původce již není vlastníkem převedeného portfolia, a proto se toto portfolio již nebere v úvahu při výpočtu rizikové expozice dané instituce. SPV je samostatná

⁹² JÍLEK, J. *Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti*. 1. vyd. Praha: Grada, 2006. 260 s. Finanční trhy a instituce. ISBN 80-247-1826-X, str. 39.

⁹³ Ibid, str. 40.

⁹⁴ Z tohoto důvodu byla jen těžko prodejná investorům a často proto zůstávala původci sekuritizace.

⁹⁵ Napomáhala k tomu také skutečnost, že ratingové agentury byly placeny emitenty cenných papírů, a proto se zde mohli tvořit tendence udělení vyššího ratingu než toho, který objektivně náležel.

⁹⁶ MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 3. aktual. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5, str. 227.

⁹⁷ Popřípadě se též používá označení SPC (*special purpose company*) či SPE (*special purpose entity*), přičemž do češtiny se tento výraz překládá jako jednotka pro speciální účel.

⁹⁸ JÍLEK, J. *Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti*. 1. vyd. Praha: Grada, 2006. 260 s. Finanční trhy a instituce. ISBN 80-247-1826-X, str. 40.

právní instituce, která je oddělena od původce sekuritizace, a emituje cenné papíry (ABS), které jsou zajištěny převedeným portfoliem.⁹⁹ Tyto cenné papíry, které jsou produktem tradiční sekuritizace, se nazývají *collateralized debt obligations* (CDO, česky zajištěné dluhové obligace).

Jiným druhem sekuritizace je **syntetická sekuritizace** (*synthetic securitization*), při které dochází k rozdělení úvěrového rizika určitého portfolia aktiv do několika tranší a následně se toto úvěrové riziko přenáší na SPV buď prostřednictvím úvěrových derivátů, nebo úvěrovými dluhopisy.¹⁰⁰ K takovému převodu úvěrového rizika je možné použít např. *credit default swap* (CDS) či *total return swap* (TRS), kterým již byla věnována pozornost v předchozím textu. Produktem syntetické sekuritizace jsou *synthetic collateralized debt obligations* (SCDO, česky syntetické zajištěné dluhové obligace).

Za zmínění stojí ještě investiční certifikáty a warranty, které se v dnešní době vyskytují na finančním trhu v širokém spektru. Investiční certifikáty jsou dluhové instrumenty ve formě cenného papíru s ohraničenou nebo neohraničenou splatností, jejichž cena je odvozena od cen jejich podkladových aktiv¹⁰¹ na promptním trhu a které jsou emitovány významnými finančními institucemi.¹⁰² Warranty řadíme mezi tzv. sekuritizované pákové deriváty, které kombinují vlastnosti základních druhů derivátových kontraktů. Warranty kombinují vlastnosti opčních kontraktů a cenných papírů tím, že jsou emitovány finanční institucí, která se v závislosti na druhu warrantu nachází v krátké buď put, nebo call pozici, a jejich kupující mají vůči ní právo obdobné odpovídající dlouhé opční pozici.¹⁰³

1.3 Účetní aspekt derivátových kontraktů

Účetní aspekt derivátových kontraktů tkví v tom, jakým způsobem účetnictví reflektuje existenci takových kontraktů. Účetní pravidla stanovují podrobnosti ohledně toho, jakým způsobem jsou operace s deriváty a jejich držení zachyceny do účetních výkazů

⁹⁹ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014, 760 s, str. 658.

¹⁰⁰ Ibid, str. 659.

¹⁰¹ Nejčastěji bývá podkladovým aktivem investičních certifikátů akciový burzovní index nebo koš určitých akcií.

¹⁰² REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014, 760 s, str. 635.

¹⁰³ Ibid, str. 669.

dané ekonomické entity. Z účetního hlediska je přesné vymezení derivátových kontraktů stěžejní pro to, aby mohlo následně dojít k jejich správnému a žádoucímu účetnímu zachycení.¹⁰⁴ Účetnictví derivátových kontraktů podstoupilo v reakci na jejich rostoucí význam a vznik nových derivátových instrumentů v poslední dekádě významný vývoj. Vzhledem k tomu, že existuje velké množství účetních standardů, které přistupují k derivátům do jisté míry odchylně na národní i mezinárodní úrovni, existuje variabilita účetních definic derivátových kontraktů.

Příkladem takové rozdílnosti může být vymezení derivátových kontraktů v mezinárodních účetních standardech *International Financial Reporting Standards*¹⁰⁵ (IFRS) vydávaných *International Accounting Standards Board* (IASB) a prostřednictvím kterých dochází k postupnému nahrazování *International Accounting Standards* (IAS)¹⁰⁶, a *Generally Accepted Accounting Principles*¹⁰⁷ (US GAAP) vydávaných *Financial Accounting Standards Board* (FASB) na základě pověření od *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC). Vymezení derivátů v IFRS se vztahuje na širší okruh finančních instrumentů než vymezení v US GAAP. Požadavky na derivátový kontrakt podle US GAAP jsou následující: derivátový instrument musí obsahovat jedno nebo více podkladových aktiv, jednu nebo více nominálních hodnot nebo ustanovení stanovující výši z něj vyplývajících plateb, je u něj možné použít finanční vypořádání a zároveň nepožaduje žádnou iniciální investici.¹⁰⁸ Naproti tomu definice obsažená v IFRS nepožaduje, aby byla uvedena nominální výše a ani aby existovala možnost finančního vypořádání.¹⁰⁹ Navíc jak v US GAAP, tak v IFRS existují odlišné výjimky pro finanční instrumenty, které splňují uvedená kritéria, avšak nejsou zařazeny mezi derivátové instrumenty.¹¹⁰

Derivátové kontrakty jsou v České republice pro účetní účely definovány v českých účetních předpisech v Českém účetním standardu pro finanční instituce č. 110 Deriváty, který je koherentní s definicí obsaženou v Mezinárodním účetním standardu

¹⁰⁴ DVOŘÁK, P. *Deriváty*. Praha: Oeconomica, 2008. ISBN 978-80-245-1435-2, str. 27.

¹⁰⁵ Mezinárodní standardy účetního výkaznictví.

¹⁰⁶ IAS dříve vydávala *International Accounting Standards Committee* (IASC).

¹⁰⁷ Všeobecně uznávané účetní principy.

¹⁰⁸ *US GAAP versus IFRS: The basics* [online]. Ersnt & Young, November 2012 [cit. 27.12.2016].

Dostupné z

[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/IFRSBasics_BB2435_November2012/\\$FILE/IFRSBasics_BB2435_November2012.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/IFRSBasics_BB2435_November2012/$FILE/IFRSBasics_BB2435_November2012.pdf), str. 24.

¹⁰⁹ Ibid.

¹¹⁰ Ibid.

IAS 39¹¹¹.¹¹² Definice derivátů podle Českého účetního standardu pro finanční instituce č. 110 je následující:

„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.“¹¹³*

Dále jsou v tomto předpisu vyjmenovány enumerativním výčtem instituty, které nejsou považovány za deriváty. Na základě toho se za derivátové kontrakty nepovažuje např. repo obchod, smlouva o nájmu, smlouvy o nákupu nebo prodeji vlastních akcií, které budou vypořádány dodáním vlastních akcií, finanční záruky a jiné.¹¹⁴ Pro účetní jednotky, u kterých hlavním předmětem činnosti není podnikání, se aplikuje účetní standard č. 405 Deriváty.

Ústředním motivem pro účetní aspekt derivátových kontraktů je to, aby účetní koncepce derivátů umožnila získat přehledné informace o finančním stavu dané entity pro finanční instituce, investory, regulátory a další zainteresované subjekty. Držení derivátových kontraktů se projevuje jak v rozvaze, tak podrozvaze daného subjektu.¹¹⁵ Pro účetnictví je důležitá skutečnost, zda derivát byl pořízen za účelem zajištění nebo k obchodování. Správné účtování má za cíl zobrazovat reálnou hodnotu derivátových

¹¹¹ Tento Mezinárodní účetní standard by měl být k 1. lednu 2018 nahrazen IFRS 9. Více viz *IFRS 9 Financial Instruments (replacement of IAS 39)* [online]. IFRS.org [cit. 27.12.2016]. Dostupné z <http://www.ifrs.org/current-projects/iasb-projects/financial-instruments-a-replacement-of-ias-39-financial-instruments-recognition/Pages/Financial-Instruments-Replacement-of-IAS-39.aspx>.

¹¹² *Deriváty* [online]. Fučík & Partneři [cit. 27.12.2016]. Dostupné z <http://www.fucik.cz/publikace/derivaty/>.

¹¹³ Český účetní standard pro finanční instituce č. 110, Finanční zpravodaj 12/2/2004, str. 285.

¹¹⁴ Ibid.

¹¹⁵ JÍLEK, J. a SVOBODOVÁ J. *Účetnictví bank a finančních institucí 2008*. 4. vyd, Grada, 583 s. ISBN 978-80-247-2575-8, str. 298-299.

kontraktů, která může být určena různými způsoby (např. prostřednictvím kótovaných cen).

1.4 Právní aspekt derivátových kontraktů

Stěžejní pro právní aspekt derivátových kontraktů je jejich smluvní podstata a z ní pro smluvní strany vyplývající práva a povinnosti. Z pohledu právní úpravy derivátových kontraktů je zejména zajímavé to, jak se právní řády snaží vypořádat s tím, aby jejich právní úpravu jasně oddělily od úpravy jiných institutů, které splňují velkou část náležitostí derivátových kontraktů (např. pojistná smlouva). Ačkoliv v dnešní době dochází k částečné harmonizaci právní úpravy derivátových kontraktů jak mezi národními právními řády, tak na mezinárodní úrovni, je pro národní právní řády charakteristické, že pro různé účely jsou derivátové kontrakty definovány v různých právních předpisech odlišně. Vícenásobné definování právního institutu má za svůj následek to, že jej nelze shodně aplikovat napříč celým právním řádem a na základě toho mohou při nejasně stanovené působnosti daného právního předpisu vznikat otázky ohledně incidence jednotlivých právních vymezení. Právní úpravu derivátových kontraktů je možné členit na soukromoprávní a veřejnoprávní podle toho, jaký je její účel a či zájmy jsou jejím prostřednictvím chráněny. Příznačná pro soukromoprávní úpravu je její převládající dispozitivní povaha norem, zatímco veřejnoprávní úprava bývá kogentní.

1.4.1 Smluvní podstata derivátových kontraktů

Každý derivátový kontrakt je dvoustranná nebo vícestranná smlouva, prostřednictvím které vzniká mezi smluvními stranami právní vztah. Právní aspekt nahlíží na derivátové kontrakty jako na soubor právně relevantních skutečností, které nastávají v různých časových okamžicích ve spojení se sjednáváním, uzavíráním, plněním a solucí derivátových kontraktů.

Smlouvou (*contract*) rozumíme dvou či vícestranné konsenzuální právní jednání, na jehož základě vznikají jednotlivým smluvním stranám práva a povinnosti. Důležitá je skutečnost, že zejména u mimoburzovních derivátových kontraktů

samotnému uzavření smlouvy předchází samotné vyjednávání obsahu (tj. práv a povinností pro jednotlivé smluvní strany) dané smlouvy.

Po vyjasnění základních parametrů smlouvy dochází k předložení návrhu smlouvy (oferta) navrhovatelem (oferent) adresátovi¹¹⁶ (oblát), která ji může přijmout (akceptovat) nebo odmítnout.¹¹⁷ Akceptací nabídky dochází k uzavření smlouvy (*entry into contract*) mezi smluvními stranami. Dojde-li k akceptaci s výhradou, nejedná se z právního hlediska o akceptaci, nýbrž o protinabídku, a proto může být smlouva uzavřena až tím, že je taková protinabídka akceptována protistranou. Odmítnutím oferty se otevírá prostor pro další vyjednávání. Některé derivátové kontrakty mají adhezní povahu¹¹⁸, což znamená, že navrhovatel předkládá návrh smlouvy v již hotové podobě a protistrana nemá na obsah smlouvy v podstatě žádný vliv, pouze se může rozhodnout, zda takovou smlouvu uzavřít chce či nikoliv.

U burzovních derivátových kontraktů se často místo s uzavřením smlouvy setkáváme spíše s výrazem „koupení“¹¹⁹ derivátového kontraktu. I v tomto případě dochází k proceduře na sebe navazujících kroků, které až svým úspěšným vykonáním vedou ke vzniku žádoucí derivátové pozice („koupení derivátového kontraktu“). Celá tato procedura začíná podáním pokynu (*order*), který může být v různých formách, avšak vždy reprezentuje projev vůle daného subjektu vstoupit do určité derivátové pozice. Zpracováním tohoto pokynu, což zajišťuje derivátový obchodník, dochází k uzavření tzv. obchodu (*trade, agreement of execution*), který má charakter dohody vztahující se k vypořádání daného pokynu, avšak v tomto okamžiku ještě není právně závazný.¹²⁰ Svým kompletním zpracováním¹²¹ se obchod stává účinným a právně vymahatelným, čímž dochází k uzavření smlouvy (*contract, deal, agreement*), kterou lze označit jako derivátový kontrakt.¹²²

¹¹⁶ potenciální protistraně.

¹¹⁷ DVOŘÁK, J., ŠVESTKA, J., ZUKLÍNOVÁ, M. et al. *Občanské právo hmotné*. 2., aktualizované a doplněné vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2016-. ISBN 978-80-7552-187-3, str. 171.

¹¹⁸ Více viz DVOŘÁK, J., ŠVESTKA, J., ZUKLÍNOVÁ, M. et al. *Občanské právo hmotné*. 2., aktualizované a doplněné vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2016-. ISBN 978-80-7552-187-3, str. 180-181.

¹¹⁹ Koupení (*purchase*) je možné použít také v případě mimoburzovních derivátů stejně jako slovní spojení „vstoupení do pozice“.

¹²⁰ SHAIK, K. *Managing Derivatives Contracts*. 1 edition: Apress, 2014, 492 p., str. 84.

¹²¹ Tuto fázi označujeme jako *post-trade processing*.

¹²² SHAIK, K. *Managing Derivatives Contracts*. 1 edition: Apress, 2014, 492 p., str. 84.

Ze skutečnosti, že derivátový kontrakt není aktivem nýbrž obligací, je možné charakterizovat každý základní typ derivátových kontraktů pomocí práv a povinností, které tvoří jeho obsah.

Na základě tohoto tvrzení můžeme popsat **forward a futures** jako smlouvu na směnu dvou podkladových instrumentů ke sjednanému okamžiku v budoucnosti, přičemž podkladovým instrumentem může být například pevná částka v hotovosti v určité měně, úvěr, vklad či akcie.¹²³

Swap lze tímto způsobem definovat jako smlouvu, kterou se dva právní subjekty závazně zavazují směnit mezi sebou ve smlouvě vymezené podkladové instrumenty ke sjednaným termínům¹²⁴ v budoucnosti.¹²⁵

Forwardy, futures a swapy jsou tzv. smlouvy synallagmatické, protože zakládají práva a povinnosti pro smluvní strany obdobně. Kvůli tomu, že při vyjednávání obsahu těchto derivátových kontraktů dochází k nastavení jednotlivých parametrů tak, aby ztráta či zisk postihly obě smluvní strany se stejnou pravděpodobností, mají tyto smlouvy v době uzavření smlouvy nulovou hodnotu, a proto je označujeme jako smlouvy lukrativní (bezúplatné). Naproti tomu opční smlouva je úplatná a asynallagmatická, protože její smluvní strany nejsou ve stejném postavení.

Opcí rozumíme takovou smlouvu, na jejímž základě náleží kupujícímu opce právo koupit (call opce) nebo prodat (put opce) určité podkladový instrument ve sjednaném budoucím okamžiku nebo období za předem stanovenou cenu a prodávajícímu opce vzniká povinnost daný podkladový instrument za daných podmínek prodat (call opce) nebo koupit (put opce).¹²⁶ Protože kupujícímu opce tímto vzniká pouze právo a prodávajícímu opce pouze povinnost, má opce při uzavření opční smlouvy kladnou hodnotu, kterou platí kupující opce vypisovateli (prodávajícímu) opce.

¹²³ JÍLEK, J. Finanční a komoditní deriváty v praxi. Praha: Grada, 2010. ISBN 978-80-247-3696-9, str. 87.

¹²⁴ Ke směně musí dojít alespoň dvakrát (tj. počáteční a závěrečná zpětná směna).

¹²⁵ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014, 760 s, str. 503.

¹²⁶ Ibid, str. 511.

1.4.2 Základní náležitosti a pojmy používané při sjednávání derivátových kontraktů

Tato podkapitola věnuje pozornost základním právním pojmům, které se vyskytují v derivátových kontraktech nebo s nimi úzce souvisí a jsou proto pro ně do jisté míry příznačné.

Označení **smluvních stran** (*contract parties, counterparties*) je podstatnou náležitostí každé smlouvy. Smluvní strany projevují vůli zřít mezi sebou právní vztah a řídit se obsahem smlouvy až do včasného a řádného splnění veškerých z ní vyplývajících závazků.¹²⁷ Jakékoliv jiné subjekty, které nejsou uvedeny jako smluvní strany (např. derivátový obchodník) se označují jako třetí strany.

Podkladový instrument (*underlying instrument*) může být představován např. měnovým kurzem, komoditou nebo úrokovou mírou. Jeho význam je pro derivátový kontrakt přímo esenciální, protože je z něj odvozena výše z kontraktu vyplývajících plnění, z kterých vyplývá i samotná hodnota kontraktu. V praxi se můžeme setkat s tím, že podkladový instrument vůbec nemusí existovat a je vytvořen uměle na základě právní fikce stanovením určitých vlastností.¹²⁸

Derivátové kontrakty umožňují smluvním stranám dostat se do určitého smluvního postavení, které je charakterizováno náležejícími právy a povinnostmi. Souhrnně taková právní postavení vyplývající z jednotlivých druhů derivátových kontraktů můžeme typizovat jako krátkou (*short*) a dlouhou (*long*) **pozici** (*position*).

Nominální hodnota (*nominal amount*), popř. **pomyslná hodnota** (*notional value*), označují vstupní parametr, který je pevně stanoven pro celou dobu trvání derivátového kontraktu a který slouží jako násobitel ostatních proměnných při výpočtu výše plnění.

Z časového hlediska jsou podstatné zejména tři okamžiky, přičemž v **prvním z nich dojde k uzavření smlouvy** (*trade date*) a v následujících dvou začíná a končí období, na které se daný derivátový kontrakt vztahuje (*tenor, duration*). Toto období je ohraničeno jednak **dnem nabytí účinnosti** (*effective date, start date*), jímž se začíná

¹²⁷ DVOŘÁK, J., ŠVESTKA, J., ZUKLÍNOVÁ, M. et al. *Občanské právo hmotné*. 2., aktualizované a doplněné vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2016-. ISBN 978-80-7552-187-3, str. 168.

¹²⁸ JOSE, J. *Dinosaur Derivatives and Other Trades*. Wiley, 2015, 224 p., ISBN 978-1-119-01959-6, str. 47.

počítat výše plnění, jednak **dnem splatnosti** (*termination date, maturity date*), ve který dochází ke konečnému stanovení výše plnění.¹²⁹

Vypořádáním (*settlement*) se rozumí splnění závazků vyplývajících z derivátových kontraktů, které má nastat ke sjednanému **dni plnění** (*settlement date*), přičemž každý kontrakt může obsahovat jedno či více vypořádání.¹³⁰ Ve skutečnosti často nedochází k poskytnutí plnění ke sjednanému dni plnění, nýbrž již dříve v den, který nazýváme **den transakce** (*transaction date*). Vzhledem k tomu, že mezi dnem transakce a dnem plnění¹³¹, ke kterému se vypočítává výše plnění, existuje určitá časová prodleva je nutné vypočítané plnění adekvátně odúročit¹³².

1.4.3 Životní cyklus derivátových kontraktů

Životní cyklus (*life cycle*) smlouvy popisuje veškeré důležité kroky od jejího úplného zárodku včetně důležitých skutečností, které mají přímý vliv na její obsah, až po její úplné splnění, čímž dochází k zániku z dané smlouvy vzniklého závazku mezi smluvními stranami. Každý smluvní typ má životní cyklus trochu odlišný a tak je tomu i v případě derivátových kontraktů, které lze jak vymezit oproti životním cyklům jiných smluv, tak diverzifikovat mezi sebou navzájem.

Obecně životní cyklus každého derivátového kontraktu začíná ještě předtím, než dojde k uzavření samotné smlouvy. Toto období nazýváme předobchodní fází a dochází v něm jak k vyjasnění investičních příležitostí, tak k navázání styků s účastníky derivátového trhu. Po této fázi nastává provedení obchodu a následně se stává derivátový kontrakt platný a účinný až do svého zániku (*expiry*). Životní cyklus burzovních derivátových kontraktů je velmi podobný OTC derivátovým kontraktům, které podléhají clearingu. Odlišnou a více komplikovanou strukturu mohou mít bilaterální derivátové kontrakty. Následující část této diplomové práce nejdříve

¹²⁹ *Product Descriptions and Frequently Asked Questions* [online]. ISDA [cit. 27.12.2016]. Dostupné z <http://www.isda.org/educat/faqs.html>.

¹³⁰ SHAIK, K. *Managing Derivatives Contracts*. 1 edition: Apress, 2014, 492 p., str. 87.

¹³¹ V praxi se setkáváme například v případě FRA s tím, že k poskytnutí plnění by mělo být dle smlouvy až po uplynutí FRA období, avšak smluvní strany si poskytnou odúročené plnění již na jeho začátku, protože již k tomuto okamžiku jsou známy veškeré porměnné určující výši plnění.

¹³² Popř. úročit, následoval by den transakce až po dni plnění.

popisuje životní cyklus burzovních derivátových kontraktů a poté se zabývá i odlišnými znaky zbývajících dvou typů.

1.4.3.1 Životní cyklus burzovních derivátových kontraktů

První fází životního cyklu burzovních derivátových kontraktů je **předobchodní fáze** (pre-trade), jejíž podstatou je navázání právního vztahu mezi budoucími smluvními stranami a dalšími třetími osobami, které jsou nepostradatelné pro uzavření derivátových obchodů¹³³, učinění rozhodnutí společnosti, že opravdu chce daný instrument koupit, a případně kontrola toho, zda byly v tomto procesu dodrženy veškeré vnitřní i vnější závazné předpisy pro danou entitu.¹³⁴

Následuje **obchodní fáze** (*trading*), ve které dochází k zjištění kupní ceny daného derivátového kontraktu (*pricing*), vyjednávání o ceně¹³⁵ (*dealing*), vykonání obchodu (*trade execution*) a přiřazení obchodu (*trade allocation*) dané právní entitě.¹³⁶

Na obchodní fázi navazuje **poobchodní fáze** (*post-trade*) neboli předclearingová fáze (*pre-clearing*), která obsahuje validaci (*validation*) a potvrzení (*confirmation*). V první části dochází nejdříve k zanesení detailů transakce do obchodní databáze a následně se strany seznámí s finální verzí smluvní dokumentace a dalších dodatečných informací. Je - li vše podle představ smluvních stran dochází k potvrzení, které spočívá jednak v *matchingu*, což je kontrola toho, zda verze obou smluvních stran sobě navzájem odpovídají, aby došlo ke skutečnému vytvoření zrcadlových pozic, a jednak právní potvrzení o tom, že bylo dosaženo shody ohledně obsahu smluv, a proto již nic nebrání tomu, aby vznikl platný derivátový kontrakt.¹³⁷

Ke vzniku právně závazné smlouvy dochází **clearingem**, který je z právního hlediska velmi významnou skutečností, protože vytváří hranici mezi poobchodní fází a nabytím platností derivátového kontraktu. Proces clearingu stvrzuje existenci vůle

¹³³ Tím může být například založení účtu na elektronické platformě pro obchodování s derivátovými kontrakty.

¹³⁴ SHAIK, K. *Managing Derivatives Contracts*. 1 edition: Apress, 2014, 492 p., str. 214-218.

¹³⁵ Dnes vzhledem k tomu, že většina obchodů probíhá na elektronických platformách, je možnost vyjednávání o ceně omezena pouze na menší část, kde dochází k použití tradičních komunikačních kanálů (např. telefon nebo e-mail) nebo kde stále existuje open-outcry model.

¹³⁶ SHAIK, K. *Managing Derivatives Contracts*. 1 edition: Apress, 2014, 492 p., str. 218-229.

¹³⁷ Ibid, str. 230-231.

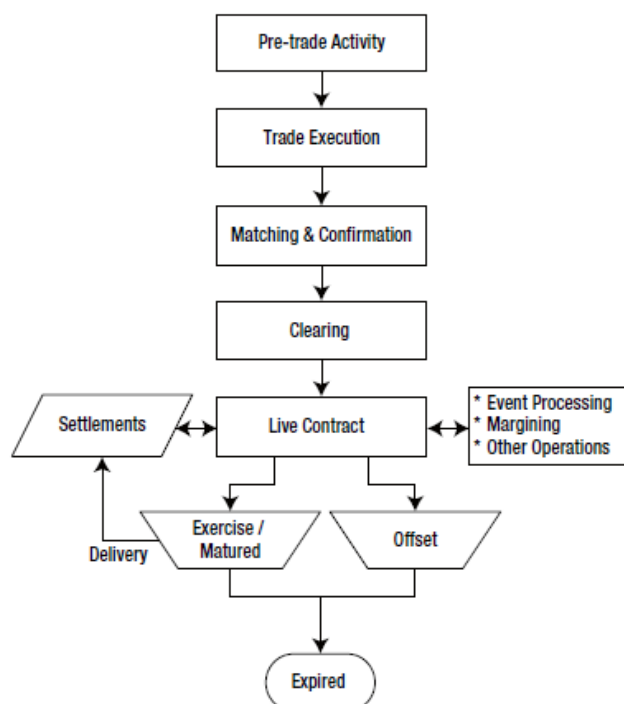
smluvních stran být vázán obsahem derivátového kontraktu a na základě toho mezi nimi právní vztah.¹³⁸

Clearingem se stává derivátový kontrakt právně platným a zpravidla i účinným, a proto tímto okamžikem začíná fáze, během které označujeme derivátový kontrakt za **živý** (*live*), protože tímto začíná existovat v právním světě jako smlouva. V této fázi dochází zejména k plnění (*settlements*) jednotlivých závazků vyplývajících z derivátových kontraktů. Z důvodu podstatné změny okolností se smluvní strany mohou dohodnout na vytvoření dodatku (*amendment*) k derivátové smlouvě, nebo ji kompletně předělat (*restructure*), popřípadě částečně nebo celou ukončit (*terminate*). V tomto období jsou derivátové kontrakty náročné na správu a jejich řízení, protože je například nutné adekvátně vyhodnocovat existující rizika a zároveň zajistit řádné vykonání práv a splnění povinností vyplývajících z jejich držení. V závislosti na charakteru každé smlouvy se musí smluvní strany zabývat dalšími činnostmi, kterými může být třeba správa poskytnutého zajištění (*collateral management*). Nepřistoupí-li smluvní strany k předčasnému ukončení derivátového kontraktu ani nezmění jeho obsah, končí tato fáze, za předpokladu řádného a včasného splnění závazku, zánikem ke sjednanému dni, čímž končí účinnost daného derivátového kontraktu. Obrázek č. 7 zobrazuje jednotlivé kroky obecného životního cyklu burzovního derivátového kontraktu, přičemž každý derivátový kontrakt může mít určitá specifika, které vedou k tomu, že jeho struktura životního cyklu může být odlišná.

Relevantní je v tomto kontextu také skutečnost, že každá burza má vlastní dokument, který obsahuje seznam pravidel, kterými se řídí obchodování na této burze. Je proto vhodné věnovat pozornost těmto dokumentům při rozhodování ohledně toho, na jaké burze obchody uskutečnit a prostřednictvím jakých nástrojů. Příkladem takových burzovních pravidel může být například *rule book*¹³⁹, kterou vydala Chicago Mercantile Exchange (CME).

¹³⁸ Ibid, str. 233-234.

¹³⁹ CME rulebook je dostupná na internetové adrese <http://www.cmegroup.com/rulebook/CME/>



Obrázek 7: Obecný životní cyklus burzovního derivátového kontraktu.¹⁴⁰

1.4.3.2 Životní cyklus OTC derivátových kontraktů, které podléhají clearingu

Životní cyklus OTC derivátových kontraktů, které podléhají clearingu, je svoji strukturou velmi podobný životnímu cyklu burzovních derivátů. Důležité je, že tyto deriváty nejsou obchodovány na burzách, nýbrž jejich obchodování zajišťují neburzovní instituce jako například *swap execution facility* (SEF), přičemž podstatné je, že životní cyklus tohoto typu derivátových kontraktů je významně řízen právě centrální protistranou, která provádí clearing.¹⁴¹

Podobu OTC derivátových kontraktů také ovlivňuje existence různých standardů, které se snaží vytvářet uniformní obchodní prostředí.¹⁴² V dnešní době je nejvýznamnějším standardem v tomto smyslu *ISDA*¹⁴³ *Master Agreement*. V neposlední řadě je také zajímavým faktorem rozdílný regulační rámec pro burzovní a OTC derivátové kontrakty.

¹⁴⁰ Zdroj: SHAIK, K. *Managing Derivatives Contracts*. 1 edition: Apress, 2014, 492 p., str. 95.

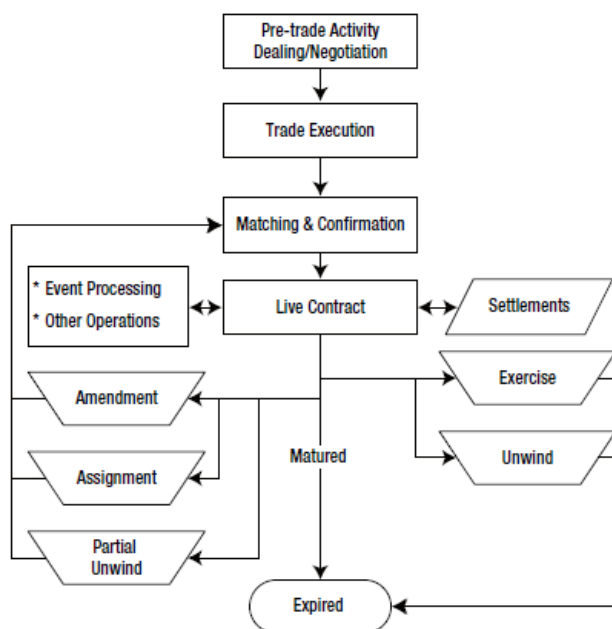
¹⁴¹ SHAIK, K. *Managing Derivatives Contracts*. 1 edition: Apress, 2014, 492 p., str. 96.

¹⁴² Ibid.

¹⁴³ International Swaps and Derivatives Association.

1.4.3.3 Životní cyklus bilaterálních OTC derivátových kontraktů

Ačkoliv můžeme sledovat mnoho shodných prvků mezi životním cyklem bilaterálních OTC a burzovních derivátových kontraktů, platí, že jsou od sebe v řadě aspektů odlišné. Základní rozdíl vyplývá z toho, že bilaterální OTC derivátové kontrakty jsou vyjednávány přímo mezi budoucími smluvními stranami, přičemž ve velkém počtu případů je v postavení protistrany dealer. Vzhledem k tomu, že cílem těchto instrumentů je splnit individuální požadavky každého klienta, připadá v úvahu mnoho různých modifikací od běžného životního cyklu, které mohou být sjednány jak před, tak během plnění smlouvy. Z tohoto důvodu může být sjednáno mnoho odchylek od plánovaného průběhu plnění smlouvy, čímž se může obecný životní cyklus značně zkomplikovat. Obecný životní cyklus OTC bilaterálních derivátových kontraktů zobrazuje obrázek č. 8.



Obrázek 8: Obecný životní cyklus OTC bilaterálních derivátových kontraktů.¹⁴⁴

¹⁴⁴ Zdroj: SHAIK, K. *Managing Derivatives Contracts*. 1 edition: Apress, 2014, 492 p., str. 99.

1.4.4 Regulace a dohled nad trhem s derivátovými kontrakty

Regulace a dohled jsou spojité nádoby, a proto je pro efektivní fungování trhu jednak vytvořit závazné právní předpisy, které stanoví vhodná pravidla fungování daného trhu, a jednak tomu odpovídající dohled, který zajistí řádné dodržování těchto pravidel. V dnešní době není výjimečnou situací to, že u dohledové instituce dochází k jisté kumulaci regulatorní a dohledové činnosti. To v praxi znamená, že daná instituce má kromě dohledové pravomoci svěřenou také marginální regulatorní pravomoc, kterou uskutečňuje zejména prostřednictvím podzákonných právních norem (např. vyhlášky) či správními akty smíšené povahy¹⁴⁵ (např. opatření obecné povahy).

Regulací (*regulation*) se rozumí právní omezení aktivit regulovaných subjektů se záměrem ochránit jejich stabilitu, prostřednictvím čehož dochází i ke zprostředkované ochraně spotřebitelů a jiných klientů.¹⁴⁶ Trh s derivátovými kontrakty je součástí finančního trhu, a proto jsou důvody pro existenci jejich regulace z velké části totožné. Důvodů pro a proti regulaci existuje velké množství, a proto zde zmíním jen ty nejdůležitější. Mezi hlavní důvody pro zavedení právní regulace patří nedokonalá konkurence, informační asymetrie, ochrana slabší strany, zamezení páchání trestné činnosti nebo zvýšení finanční stability dané ekonomiky.¹⁴⁷ Nejdůležitějšími důvody proti regulaci jsou zejména zvýšení nákladů vyplývajících z dodatečných povinností a také možná deformace trhu. V dnešní době dochází k nahrazování původní národní právní úpravy nadnárodní regulací, která vzniká na mezivládní úrovni, což přispívá k vytvoření jisté míry harmonizace tohoto právního odvětví napříč státy.

Dohled (*supervision*) nad finančním trhem spočívá v kontrole dodržování právních předpisů finančními institucemi, které na tomto trhu působí. Dohled vykonává pověřená instituce, která při zjištění nedostatků může požadovat nápravu a zároveň může danému subjektu uložit sankce. Jako velice zajímavá se může z tohoto pohledu jevit koncepce evropské bankovní unie (EBU¹⁴⁸), která prostřednictvím svých tří pilířů propojuje regulaci, dohled a řešení krizových situací na supranacionální

¹⁴⁵ Jedná se o správní akty, které jsou ve své podstatě rozhodnutím, které se vztahuje na konkrétně vymezený předmět a předem neznámý počet adresátů, a proto má normativní povahu.

¹⁴⁶ JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2009. 648s. ISBN 978-80-247-1653-4. str. 137.

¹⁴⁷ Více viz MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 3. aktual. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5, str. 111-114.

¹⁴⁸ European Banking Union.

úrovni. Těmito pilíři jsou jednotná pravidla pro fungování bank (*single rulebook*), kam patří i společné kapitálové požadavky pro bankovní instituce podle CRD IV¹⁴⁹, jednotný dohledový mechanismus (*Single Supervisory Mechanism*) a společný rámec pro krizové řízení bank (*Single Resolution Mechanism*) a záchranný fond (*Single Resolution Fund*) pro rekapitalizace bank v problémech.¹⁵⁰

1.4.5 Rozlišení derivátových kontraktů od jiných právních institutů

Každý právní řád obsahuje právní instituty, které jsou derivátovým kontraktům velmi podobné. V některých případech může mít derivátový kontrakt shodnou konstrukci s takovým instrumentem, avšak jindy je jejich podoba pouze zdánlivá, a proto je nutné od nich derivátové kontrakty odlišit.

Někteří autoři se snaží vztáhnout právní úpravu některých pojmenovaných smluv na derivátové kontrakty. V ojedinělých případech je subsumpce derivátové smlouvy pod právním řádem výslovně upravený právní institut skutečně možná, protože jejich právní i ekonomická povaha derivátové smlouvy si mohou být navzájem velmi podobné. To lze ilustrovat například na právní úpravě pojistné smlouvy, která má mnoho společných znaků s některými derivátovými kontrakty. Nicméně, obecné podřazení derivátových kontraktů pod určitý běžný právní institut občanského nebo obchodního práva možné není už kvůli tomu, že derivátové kontrakty jsou ve své podstatě velmi různorodé. Kvůli své vysoké specializaci a individualizaci lze derivátové kontrakty ve většině případů, nejsou-li v daném právním řádu explicitně upraveným smluvním typem, považovat za nepojmenovanou smlouvu¹⁵¹ (*contractus innominati*), pro které platí, že nejsou právním řádem výslovně upraveny, ale na základě zásady autonomie vůle je takové právní jednání možné a platné. Vzhledem k tomu, že nepojmenované smlouvy nemají kromě obecných ustanovení další úpravu, zavazují se smluvní strany zejména obsahem smlouvy (*lex contractus*).

¹⁴⁹ DIRECTIVE 2013/36/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC.

¹⁵⁰ MEJSTŘÍK, Michal, Magda PEČENÁ a Petr TEPLÝ. *Bankovníctví v teorii a praxi: Banking in theory and practice*. Vyd. 1. Praha: Karolinum, 2014. ISBN 978-80-246-2870-7, str. 228.

¹⁵¹ An unnamed contract.

Kromě právní úpravy pojišťovací smlouvy lze derivátové kontrakty srovnávat například s úpravou kupní smlouvy, směnné smlouvy, smlouvy o smlouvě budoucí, her a sázek či dalších právních institutů. Této problematice se podrobněji věnuji na příkladu právního řádu České republiky v následující části této práce.

2. Právní regulace derivátových kontraktů v právním řádu České republiky

V současné době v právním řádu České republiky můžeme najít několik variant vymezení derivátových kontraktů, které se od sebe liší jak jejich účelem, tak jejich hloubkou. Základními právními předpisy, které se nějakým způsobem dotýkají právní úpravy derivátových kontraktů v České republice jsou zejména zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 408/2010 Sb., o finančním zajištění, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů, a další. V posledních letech se začalo do právního řádu České republiky v oblasti právní regulace investičních nástrojů velmi významně promítat sekundární právo Evropské unie, které ačkoliv přímo ovlivňuje české národní právo, bude podrobněji rozebráno v následující části této práce.

Tato část navazuje na předchozí text, a proto se již nezabývá v plném rozsahu koncepty a východisky, kterým byla věnována pozornost v předchozí části, ale podrobněji se zabývá problematikou právní regulace derivátových kontraktů v právním řádu České republiky, přičemž nejdříve je uvedeno negativní vymezení derivátových kontraktů na základě odlišení od jiných právních institutů existujících v právním systému České republiky. Na tuto kapitolu navazuje rozbor jednotlivých pozitivních vymezení, která jsou uvedena v českých právních předpisech. Nakonec je v této části věnována pozornost výběru důležitých právních předpisů, které právní pojetí derivátových kontraktů v České republice přímo nebo zprostředkovaně ovlivňují.

V této části již neuvádím vymezení derivátových kontraktů v Českých účetních standardech, jelikož touto problematikou se již zabývala kapitola 1.3 Účetní aspekt derivátových kontraktů.

2.1 Negativní vymezení derivátových kontraktů vůči ostatním právním institutům

Z právního hlediska dnes neexistuje v právním řádu České republiky úprava derivátové smlouvy jako smluvního typu. Proto musíme derivátové kontrakty podřadit pod nepojmenované smlouvy, jejichž úpravu obsahuje ustanovení v § 1746 odst. 2 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů (ObčZ).

Derivátové kontrakty bývají často přirovnávány k některým právně upraveným smluvním typům, avšak na obecné rovině mezi nimi existují podstatné rozdíly. Nicméně, v ojedinělých případech jsou ekonomické a právní dopady v případě využití jak derivátové smlouvy, tak pojmenovaného smluvního typu téměř identické. Z tohoto důvodu jsou v následujícím textu popsány základní rozdíly mezi derivátovými kontrakty a jim podobnými smluvními typy.

V odborné literatuře z doby před derogací občanského zákoníku z roku 1964¹⁵², je možné se setkat s tvrzením, že derivátové kontrakty je možné podřadit pod právní úpravu her a sázek.¹⁵³ Osobně se domnívám, že tento názor obecného podřazení derivátových kontraktů pod právní úpravu her a sázek nemá dostatečnou oporu v současné ani ji předcházející úpravě soukromého práva. Popsanou úvahu je možné vysvětlit jednak tím, že autor se k tomuto tvrzení přiklonil na základě analýzy československé judikatury nebo tím, že došel k tomuto závěru na základě zkoumání pouze ekonomického aspektu, přičemž právní dimenze nebyla autorem vzata v potaz. Z historické perspektivy existuje právní praxe, kterou potvrdil judikaturou Nejvyšší soud Československé republiky a která byla po určitou dobu obdobně aplikována po roce 1989, že diferenční obchody¹⁵⁴ (*contract for difference*¹⁵⁵) se řídí právní úpravou her a sázek, a tím pádem jsou považovány za naturální obligace, což ve svém důsledku znamená, že existují jako právní titul pro poskytnutí plnění (tj. nedochází k nedovolenému obohacení), avšak takovéto plnění není právně vymahatelné s výjimkou obchodů uskutečněných na burze.¹⁵⁶ V dnešní době již není nutné tolik

¹⁵² Zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů ke dni 31.12.2013.

¹⁵³ Viz JÍLEK, J. Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti. 1. vyd. Praha: Grada, 2006. 260 s. Finanční trhy a instituce. ISBN 80-247-1826-X, str. 20-22.

¹⁵⁴ Jedná se o derivátové kontrakty s finančním vypořádáním.

¹⁵⁵ Používá se zkratka CFD).

¹⁵⁶ HUSTÁK, Z. a A. SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. V Praze: C.H. Beck, 2016. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-533-6, str. 166.

spekulovat nad tím, zda a jak aplikovat ustanovení o hrách a sázkách na derivátové kontrakty, protože občanský zákoník se k této problematice explicitně vyjadřuje v § 2879 a § 2880. Podle § 2879 se ustanovení o hrách a sázkách nevztahují na smlouvu o dodávce movité věci, která byla sjednána mezi podnikateli v rámci jejich podnikatelské činnosti a z níž vyplývá, že věc nemá být dodána (forwardová smlouva), nýbrž má být zaplacen jen rozdíl mezi smluvenou a tržní cenou (to znamená, že se jedná o *contract for difference*). V tomto případě musí být forwardová smlouva na movitou věc, která není investičním nástrojem, a proto podkladovým aktivem takové forwardové smlouvy může být pouze nezastupitelná movitá věc, která není komoditou.¹⁵⁷ Ustanovení § 2880 jednak obsahuje enumerativní výčet institucí (komoditní burza, regulovaný trh, a mnohostranný platební systém), protože uzavření derivátového kontraktu na těchto institucích vylučuje aplikaci ustanovení o hrách a sázkách, a jednak stanoví, že se tato ustanovení nepoužijí taktéž, pokud se jedná o smlouvy, jejichž předmětem je investiční nástroj podle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, mezi podnikateli, avšak již není potřeba splnit podmínku, aby taková smlouva byla uzavřena v rámci jejich podnikatelské činnosti.

Jindy se derivátové kontrakty srovnávají s právním institutem pojištění, které je v českém právním řádu upraveno v § 2758 a násl. ObčZ. Pokud bychom sledovali zejména ekonomický aspekt, bylo by možné nahradit pojištění prostřednictvím derivátového opčního kontraktu v pozici *long put* na podkladové aktivum, které vlastníme a které chceme pojistit. Tímto způsobem máme dané aktivum „pojištěné“ na sjednanou dobu, na jejímž konci¹⁵⁸ se musíme rozhodnout, zda opci použijeme či nikoliv. Kupující takové opce by při jejím pořízení zaplatil opční prémii, která představuje analogii pojistného pro období do splatnosti opce (analogie pojistného období). Vzhledem k tomu, že pro opční pozici *put long* vyplývá právo aktivum prodat za realizační cenu, došlo by faktickému nahrazení pojištění tím, že bychom dané aktivum prodali, pokud by jeho cena byla k okamžiku splatnosti opce nižší, než je její realizační cena. Další možností je využití kreditních derivátů. Kupující kreditního derivátu (*protection buyer*) vstupuje do obdobné pozice jako pojistník u pojistné

¹⁵⁷ Ibid, str. 167.

¹⁵⁸ Příklad je ilustrován na evropské opci, v případě americké opce je možnost ji uplatnit v kterémkoliv okamžiku sjednaného období.

smlouvy. Koupí kreditního derivátu se lze zajistit například portfolio korporátních nebo státních dluhových cenných papírů.

V praxi je hlavním problémem to, že poškozený a subjekt v dlouhé pozici uvedených derivátových kontraktů nejsou tatáž osoba. Právní institut pojištění podle občanského zákoníku je totiž na rozdíl od derivátových kontraktů možné použít pouze v případě, kdy pojistník danou věc vlastní a nastalou pojistnou událostí mu vznikla škoda. Podkladové aktivum derivátových kontraktů nemusí být ve vlastnictví ani jedné ze smluvních stran a v některých případech nemusí ani vůbec existovat a zároveň není nutné, aby došlo ke vzniku skutečné škody.¹⁵⁹ Mimo jiné je dalším podstatným rozdílem skutečnost, že v případě pojistné smlouvy může pojišťovací instituce, která poskytla pojistníkovi plnění, vzniknout regresní nárok ve výši způsobené škody vůči tomu, kdo ji způsobil.

Relevantní je také porovnání derivátových kontraktů s kupní smlouvou. Platí, že v určitých případech může být derivátový kontrakt nahrazen kupní smlouvou vzhledem k tomu, že jejich ekonomické a právní dopady mohou být velmi podobné. Kupní smlouva je upravena v § 2079 a násl. ObčZ, a je proto nutné dodržet obsahové a formální náležitosti těchto ustanovení. Základním omezením je, že kupní smlouva může nahradit pouze omezené typy derivátových kontraktů. Dalším omezením je, že předmětem kupní smlouvy mohou být pouze věci¹⁶⁰ v právním smyslu, které jsou obchodovatelné, a proto je nutné, aby podkladovým instrumentem daného derivátového kontraktu bylo jediné aktivum, které není *res extra commercium*.¹⁶¹ V neposlední řadě není pozhné, aby kupní smlouva měla povahu *contract for difference*, protože její koncepce umožňuje pouze fyzické vypořádání. Oproti předchozí úpravě občanského práva je současné pojetí věci, které je upraveno v § 489 a násl. ObčZ, mnohem širší, a proto si v současnosti můžeme pod věcí v právním smyslu představit i například hypoteční úvěr nebo futures.¹⁶²

¹⁵⁹ SHAIK, K. *Managing Derivatives Contracts*. 1 edition: Apress, 2014, 492 p., str. 55.

¹⁶⁰ Právní vymezení věci je v § 489 a násl. ObčZ.

¹⁶¹ KRUPOVÁ, T. *Právní aspekty derivátů* [online]. Všechno [cit. 7.1.2017]. Dostupné z <http://casopis.vsehrd.cz/2012/03/pravni-aspekty-derivatu/>.

¹⁶² SZOSTOK, D. *Instrumenty finančního trhu a hypotéka jako věc v právním smyslu* [online]. Epravo.cz [cit. 7.1.2017]. Dostupné z <http://www.epravo.cz/top/clanky/instrumenty-finančního-trhu-a-hypoteka-jako-vec-v-pravnim-smyslu-101675.html>.

2.2 Právní vymezení derivátových kontraktů v devizovém zákoně

Nejjednodušší vymezení derivátových kontraktů nalezneme v zákoně č. 219/1995 Sb., devizový zákon, ve znění pozdějších předpisů (DevZ). Tento předpis vymezuje finanční deriváty v § 1 písm. d) v souvislosti s definováním devizových hodnot následujícím způsobem, kdy se pro účely zákona rozumí:

„devizovými hodnotami peněžní prostředky v cizí měně, zahraniční cenné papíry a dále penězi ocenitelná práva a závazky od nich odvozené (dále jen "finanční deriváty")“

Ustanovení § 1 DevZ tedy definuje finanční deriváty pro své účely jako penězi ocenitelná práva a závazky odvozené od peněžních prostředků v cizí měně nebo zahraničních cenných papírů. Z toho vyplývá, že pojetí finančních derivátů podle devizového zákona je úzké a zdaleka nezahrnuje veškeré typy derivátových kontraktů, protože pro naplnění této definice je nutné, aby alespoň jedno podkladové aktivum daného finančního derivátu bylo buď stanoveno v cizí měně, nebo bylo zahraničním cenným papírem. Do této definice lze tedy zahrnout například měnový swap či forward rate agreement na cizí měnu, ale již ji nebude možné aplikovat například úrokový swap v domácí měně.

2.3 Právní vymezení derivátových kontraktů v zákoně o cenných papírech

Ačkoliv zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů (ZoCP), již není platný, považuji za vhodné zmínit jeho přístup k derivátovým kontraktům a jeho základní vývoj v této oblasti. Důležité je vzít v potaz hledisko, že zákon o cenných papírech byl v určité míře předchůdcem zákona o podnikání na kapitálovém trhu, protože nabytím účinnosti tohoto zákona došlo ke zrušení části zákona o cenných papírech, protože její novou právní úpravu obsahoval právě zákon o podnikání na kapitálovém trhu.

Zákon o cenných papírech ve svém původním znění z roku 1992 problematiku derivátových kontraktů¹⁶³ nikterak zvlášť nezmiňoval. Nicméně, při podrobnějším zkoumání tohoto právního předpisu je možné nalézt ustanovení § 14, které popisuje možnost sjednání práva opce při koupi a prodeji cenných papírů zejména v prvním odstavci:

„Vznik práv a povinností ze smlouvy o koupi cenných papírů lze vázat na odkládací podmínku projevu vůle jedné ze stran, že na uzavřené smlouvě trvá (dále jen „právo opce“).“

Uvedené ustanovení bylo následně zrušeno při novelizaci výše zmíněného předpisu zákonem č. 368/2000 Sb.

K zásadní změně došlo až na základě novelizace v podobě zákona č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry a o změně a doplnění dalších zákonů. Tímto došlo k vložení § 8a do zákona o cenných papírech, který definoval derivátové kontrakty a obchodování s deriváty následujícím způsobem:

„ (1) Deriváty se pro účely tohoto zákona rozumí penězi ocenitelná a převoditelná práva a závazky odvozené z cenných papírů nebo vztahující se ke zboží, které je předmětem obchodování na komoditních burzách, z české měny a zahraničních měn, úrokových měr a kurzových indexů a ze smluv o nich.

(2) Za obchodování s deriváty se pro účely tohoto zákona považuje

a) koupě a prodej derivátu na vlastní účet pro jiného,

b) obstarání koupě nebo prodeje derivátu.“

Na první pohled je patrné, že tato definice původního § 8a ZoCP vymezuje derivátové kontrakty širěji než definice obsažena v devizovém zákonu. Z uvedené definice vyplývá, že derivátový kontrakt je odvozenina, jejíž podkladovým instrumentem mohou být cenné papíry, burzovně obchodované komodity, měna, úroková míra a kurzový index a smlouvy o nich.

Dnem 1. ledna 2001 nabyl účinnosti zákon č. 368/2000 Sb., který novelizoval zákon o cenných papírech a změnil i jeho vymezení derivátů v § 8a. Nově došlo

¹⁶³ Resp. derivátů.

k podřazení derivátových kontraktů pod investiční instrumenty a zároveň byla zavedena více specifikovaná definice derivátových smluv. Vybereme-li ustanovení, která se přímo týkají derivátových kontraktů z § 8a ZoCP ve znění k 1. lednu 2001, získáme:

„ (1) *Investičními instrumenty jsou*

...

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

(5) Deriváty se rozumí penězi ocenitelná práva a závazky, jejichž hodnota se vztahuje k cenným papírům nebo je odvozena z cenných papírů, komodit, měn, jiných majetkových hodnot, úrokových měr, kurzových indexů nebo jakýchkoliv jiných faktorů stanovených pro tento účel a ke smlouvám nebo ze smluv o nich.“¹⁶⁴

V porovnání s verzí textu zákona před novelizací je zjevné, že vymezení derivátových kontraktů je více strukturované a že byly použity názvy některých existujících typů derivátových smluv (tj. futures, forward rate agreement, úrokové a devizové swapy a opce). Dále je možné identifikovat snahu navrhovatele novely v §8a odst. 5 dát najevo, že vymezení derivátových kontraktů obsahuje pouze demonstrativní výčet tím, že došlo k vložení „*nebo jakýchkoliv jiných faktorů stanovených pro tento účel*“. Z toho vyplývá, že v případě pochybností ohledně z toho, zda určitý instrument je derivátovým kontraktem nebo ne, je potřeba použít teleologický právní výklad a zkoumat, zda účel splňuje náležitosti dané tímto ustanovením.

¹⁶⁴ Použití tří teček („...“) označuje vynechaný text daného ustanovení.

2.4 Právní vymezení derivátových kontraktů v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu

V současnosti platné vymezení derivátových kontraktů nalezneme v zákoně č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů (ZPKT). V původním znění bylo vymezení derivátových kontraktů odlišné od toho současného. Původně byly obecně deriváty uvedeny v prvním odstavci § 3 jako investiční nástroje a následně byly podrobněji rozepsány v odstavci třetím následujícím způsobem

„(3) Deriváty se pro účely tohoto zákona rozumí

- a) Opce na investiční nástroje uvedené v odstavci 1 písm. a) až c)¹⁶⁵,*
- b) Finanční termínované smlouvy (zejména futures, forwardy a swapy) na investiční nástroje uvedené v odstavci 1 písm. a) až c),*
- c) Rozdílové smlouvy a obdobné nástroje pro přenos úrokového nebo kurzového rizika,*
- d) Nástroje umožňující přenos úvěrového rizika,*
- e) Jiné nástroje, ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích a jejichž hodnota se odvozuje zejména z kurzu investičního cenného papíru, indexu, úrokové míry, kurzu měny nebo ceny komodity.“*

V porovnání s devizovým zákonem se jedná o podrobnější vymezení a zároveň je v něm zahrnuto širší spektrum derivátových kontraktů. Přesto nebyly jednotlivé druhy derivátových kontraktů dále definovány, ale pouze vyjmenovány pomocí demonstrativního výčtu, o čemž svědčí použití slovního spojení „jiné nástroje“ v písm. e). Je proto pravděpodobné, že zákonodárce tímto dal prostor tomu, aby vymezení derivátových kontraktů bylo dotvořeno právní praxí s přihlédnutím k jejich ekonomickému aspektu.

K významné změně § 3 ZPKT došlo novelizací zákonem č. 230/2008 Sb., kterým se mění zákon o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony. Hlavním cílem této novelizace byl požadavek na transpozici směrnice Evropského parlamentu a rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích

¹⁶⁵ Tj. investiční cenné papíry, cenné papíry vydávané fondem kolektivního investování a nástroje, se kterými se obvykle obchoduje na peněžním trhu.

finančních nástrojů (MiFID¹⁶⁶), a proto bylo nutné změnit ustanovení, která nebyla v souladu s evropským právem. Výsledkem této změny bylo z pohledu vymezení derivátových kontraktů to, že došlo k rozšíření na prakticky všechny druhy komoditních a exotických derivátových kontraktů.¹⁶⁷ Výsledkem této novelizace je současné znění vymezení derivátových kontraktů v § 3 ZPKT:

„Investičními nástroji jsou

...

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

e) nástroje umožňující přenos úvěrového rizika,

f) finanční rozdílové smlouvy,

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

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

i) opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke komoditám a z nichž vyplývá právo na dodání této komodity, které nejsou uvedené v písmenu h), nejsou určeny pro obchodní účely a mají znaky jiných derivátových

¹⁶⁶ DIRECTIVE 2004/39/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC.

¹⁶⁷ SMOLKOVÁ, K. *Novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu* [online]. Epravo.cz, Císař, Česka, Smutný a spol. [cit. 7.1.2017]. Dostupné z <http://www.epravo.cz/top/clanky/novela-zakona-o-podnikani-na-kapitalovem-trhu-55271.html>.

investičních nástrojů; zejména jde o ty, které jsou zúčtovány a vypořádány prostřednictvím vypořádacího systému nebo je jejich součástí dohoda o výzvě k doplnění zajištění,

j) opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke klimatickým ukazatelům, přepravním tarifům, emisním povolenkám nebo míře inflace a dalším ekonomickým ukazatelům uveřejněným na úseku oficiální statistiky, a z nichž vyplývá právo na vypořádání v penězích nebo právo alespoň jedné strany zvolit, zda si přeje vypořádání v penězích, není-li využití tohoto práva odvislé od platební neschopnosti nebo jiné obdobné nemožnosti plnění,

k) nástroje, jejichž hodnota se vztahuje k majetkovým hodnotám, právům, závazkům, indexům nebo kvantitativně vyjádřeným ukazatelům, které nejsou uvedené v písmenu,

j) a mají znaky jiných derivátových investičních nástrojů; zejména jde o ty, které jsou obchodovány na evropském regulovaném trhu nebo v mnohostranném obchodním systému provozovaném osobou se sídlem v členském státě Evropské unie, jsou zúčtovány a vypořádány prostřednictvím vypořádacího systému nebo je jejich součástí dohoda o výzvě k doplnění zajištění.

...

(7) Případy, kdy investiční nástroj uvedený v odstavci 1 písm. i) a k) není určen pro obchodní účely a kdy má znaky jiných derivátových investičních nástrojů, vymezuje přímo použitelný předpis Evropské unie, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady upravující trhy finančních nástrojů¹⁶⁸.¹⁶⁹

Na první pohled je zjevné, že implementace definice derivátových kontraktů v souladu s MiFID je mnohem komplexnější a podrobnější než jakékoliv předchozí vymezení. Opět je evidentní, že se nejedná o enumerativní výčet, ale pouze výčet demonstrativní, který vyjmenovává pouze příkladné instrumenty, a proto je možné pod dané ustanovení podřadit také instrumenty, které v něm nejsou explicitně uvedeny. Je také evidentní, že text je oproti předchozím úpravám mnohem komplikovanější a až přehnaně formální, což je charakteristické pro sekundární právo Evropské unie, pro které je důležité, aby všechny jazykové verze měly shodný dopad. Nicméně, je patrné,

¹⁶⁸ Čl. 38 a 39 nařízení Komise (ES) č. 1287/2006.

¹⁶⁹ Použití tří teček („...“) označuje vynechaný text daného ustanovení. V textu zákona je označení poznámky pod čarou „2e“.

že i přes vyšší detailnost a specifičnost se stále jedná pouze o jakýsi seznam derivátových kontraktů, které již dále nejsou podrobněji definovány, a proto i v tomto případě spoléhá pozitivní právo na částečné dotvoření právního vymezení derivátových kontraktů jak ze strany právní praxe, tak ekonomické vědy. Ve výčtu jsou obsaženy finanční, komoditní i exotické derivátové kontrakty, které jsou uvedeny v celkem 8 skupinách (každou skupinu představuje jedno písmeno v odstavci). Pět z těchto skupin vyjmenovává opce, forwardy¹⁷⁰, futures, swapy a jiné nástroje, další dvě skupiny obsahují deriváty pro přenos rizika a finanční rozdílové smlouvy a poslední osmá skupina zahrnuje zbytkové instrumenty, které nesplňují popis žádné jiné skupiny.¹⁷¹

V 7. odst. § 3 ZPKT je stanoveno, že v případě, kdy derivátové kontrakty z 6. a 8. skupiny [resp. písm. i) a k)] nejsou určeny pro obchodní účely a kdy mají znaky jiných derivátových investičních nástrojů, se aplikuje přímopoužitelný předpis Evropské unie, kterým je v tomto případě nařízení Komise (ES) č. 1287/2006¹⁷². Obchodním účelem podle MiFID I a II a se rozumí využití derivátových kontraktů pro jiné, nefinanční podnikání a v případě derivátových kontraktů držených za účelem spekulace či dalšího prodeje se presumuje neobchodní účel.¹⁷³

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu dále obsahuje mnoho ustanovení, která souvisejí s derivátovými kontrakty buď přímo nebo nepřímo. Mezi tato ustanovení patří například úprava jednání se zákazníky v § 15 – 15r ZPKT, k čemuž se váže i případ 5 Cmo 322/2013. V tomto případě judikoval Vrchní soud v Praze, že vadná komunikace obchodníka s cennými papíry s klientem může způsobit neplatnost derivátového kontraktu.¹⁷⁴

¹⁷⁰ V případě skupiny s instrumenty obchodovanými na tržních platformách forwardy chybí.

¹⁷¹ HUSTÁK, Z. a A. SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. V Praze: C.H. Beck, 2016. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-533-6, str. 171.

¹⁷² COMMISSION REGULATION (EC) No 1287/2006 of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards record-keeping obligations for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of financial instruments to trading, and defined terms for the purposes of that Directive.

¹⁷³ HUSTÁK, Z. a A. SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. V Praze: C.H. Beck, 2016. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-533-6, str. 172.

¹⁷⁴ HÁJEK, O. *Finanční deriváty* [online]. Právnická fakulta UK, Allen & Overy. [cit. 8.1.2017]. Dostupné z

<https://www.google.cz/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwiQ3dykxsXRAhVBIMAKHWrRB8kQFggBMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.prf.cuni.cz%2Fdokumenty-download%2F1404049768%2F&usg=AFQjCNETeakOENQLw2Ph1MiTQH3ajKOJYA&sig2=3ri4bOIU69jI1vlzCyZnHw>, str. 30.

2.5 Právní vymezení derivátových kontraktů v jiných právních předpisech

Většina výše uvedených definic se snaží vymezit derivátové kontrakty jako skupinu. V českém právním řádu existují i ustanovení, která se věnují specifickému druhu derivátového kontraktu.

Opční list je cenným papírem, který má již dlouhou dobu vlastní právní úpravu v českém právním řádu. V současné době nalezneme právní úpravu tohoto právního institutu v § 295 – 297 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), ve znění pozdějších předpisů (ZOK). Opční list můžeme z hierarchického hlediska derivátových instrumentů označit jako speciální typ warrantů. Ačkoliv je opční list svými ekonomickými důsledky velmi podobný právu opce, hlavní rozdíl spočívá v tom, že opční list představuje předkupní právo akcionáře, které je vtělené do formy cenného papíru (opční list), který může emitovat pouze akciová společnost, zatímco právo opce má formu derivátové smlouvy, která obsahuje odkládací podmínku. Podle § 295 ZOK je opční list cenný papír na doručitele a může být vydán v zaknihované podobě.

Jako zajímavost považují zmínit vymezení sekuritizace v podzákonné právní normě. Touto normou je vyhláška České národní banky č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry, ve znění pozdějších předpisů, která definuje jak sekuritizaci samotnou, tak i její rozdělení na syntetickou a tradiční sekuritizaci. V § 2 odst. 4 písm. i) této vyhlášky je stanoveno, že sekuritizací se rozumí transakce nebo systém transakcí, na jejichž základě je úvěrové riziko, spojené s jednou či více expozicemi, rozloženo do jednotlivých tranší s tím, že finanční toky této transakce či schématu transakcí závisí na kvalitě podkladových expozic a podřízenost tranší určuje rozložení ztrát po dobu platnosti transakcí či schématu transakcí.

Následně dochází v § 2 odst. 5 této vyhlášky k rozlišení mezi tradiční a syntetickou sekuritizací. Podle písm. c) uvedeného odstavce se syntetickou sekuritizací rozumí taková sekuritizace, ve které je úvěrové riziko rozloženo do jednotlivých tranší pomocí úvěrových derivátů nebo záruk s tím, že expozice zůstávají aktivem původce.

Tradiční sekuritizace je pak vymezena v písm. d) stejného odstavce jako sekuritizace, ve které dochází k ekonomickému i právnímu převodu expozic na jednotku pro speciální účel, která vydá cenné papíry s tím, že převod je doprovázen právním oddělením expozic od původce a platby investorům nejsou závazkem původce.

2.6 Vliv občanského zákoníku na derivátové kontrakty

Občanský zákoník představuje základní právní předpis pro oblast soukromého práva. Je proto logické, že jeho ustanovení mohou mít přímý vliv na práva a povinnosti vyplývající z derivátových kontraktů. V této kapitole se budu zabývat ustanoveními občanského zákoníku, kterým je vhodné v případě sestavování derivátové smlouvy věnovat pozornost.

Občanský zákoník upravuje v § 1751 a násl. ObčZ obchodní podmínky, které mohou hrát velmi důležitou roli při sjednávání derivátových kontraktů. Je vhodné, aby smluvní strany sjednané obchodní podmínky buď podepsali, nebo na ně odkazovala smlouva a zároveň byly připojeny k nabídce, dále aby byly smluvním stranám známy, nebo byly vypracované odbornými nebo zájmovými organizacemi.¹⁷⁵ Podle § 1753 ObčZ mohou být ustanovení obchodních podmínek, které druhá strana nemohla rozumně očekávat, neúčinné. Proto je vhodné vložit výčet těchto neočekávaných ustanovení přímo do smlouvy.¹⁷⁶

Derivátové kontrakty je možné považovat ve většině případů za adhezní smlouvy, které jsou upraveny v § 1798 – 1801 ObčZ, z čehož vyplývá vyvratitelná právní domněnka, že klient, který při sjednávání derivátového kontraktu nevystupuje v rámci své podnikatelské činnosti, je v postavení slabší strany podle § 433 ObčZ. Má-li jeden ze subjektů smlouvy postavení slabší strany, je třeba dbát na platnost doložek

¹⁷⁵ HÁJEK, O. *Finanční deriváty* [online]. Právnická fakulta UK, Allen & Overy. [cit. 8.1.2017]. Dostupné z

<https://www.google.cz/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwiQ3dykxsXRAhVBIMAKHWrRB8kQFggBMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.prf.cuni.cz%2Fdokumenty-download%2F1404049768%2F&usg=AFQjCNETeakOENQLw2Ph1MiTQH3ajKOJYA&sig2=3ri4bOlU69jI1vlzCyZnHw>, str. 35.

¹⁷⁶ Ibid.

odkazujících na podmínky uvedené mimo vlastní text smlouvy podle § 1799 a § 1800 ObčZ, přičemž neplatnost takové doložky může být způsobena tím, že slabší strana nebyla s významem doložky seznámena nebo neznala její význam, lze ji přechýst pouze se zvláštními obtížemi nebo jsou pro osobu průměrného rozumu nesrozumitelné nebo je-li obsah doložky pro slabší stranu zvláště nevýhodný.¹⁷⁷ Podle § 1801 ObčZ můžou podnikatelé ustanovení § 1789 a § 1800 ObčZ vyloučit, ledaže text doložky hrubě odporuje obchodním zvyklostem a zásadě poctivého obchodního styku.

Další důležitou problematikou je změna okolností, která je upravena v § 1764 – 1766 ObčZ. Jako možné řešení se nabízí buď, aby obě smluvní strany na sebe převzaly nebezpečí změny okolností podle § 1765 odst. 2 ObčZ, nebo, jsou-li smluvní strany právníckými osobami, aby se vzdaly práva domáhat se zrušení závazku podle § 2000 odst. 2 ObčZ.¹⁷⁸

Kromě již uvedených ustanovení občanského zákoníku je vhodné také odchýlně upravit neúměrné zkrácení podle § 1793 - 1795 ObčZ, účinky odstoupení podle § 2004 a § 2005 ObčZ a vyloučit uzavření smlouvy podle § 1757 ObčZ.¹⁷⁹

2.7 Smluvní dokumentace derivátových kontraktů

Smluvní dokumentaci derivátových kontraktů ovlivňuje zásadním způsobem to, zda se daný derivátový kontrakt obchoduje na burze nebo OTC.¹⁸⁰ V prvním případě je nutné sjednat komisionářskou smlouvu (§ 2455 a násl. ObčZ), která tvoří zpravidla smluvní rámec pro poskytování hlavních a doplňkových investičních služeb.¹⁸¹ Pro sjednávání OTC derivátových kontraktů je vhodné použít standardizovanou smluvní dokumentaci, která obsahuje řešení základních otázek. V českém prostředí se nabízí zejména česká rámcová smlouva o obchodování na finančním trhu (Czech Master

¹⁷⁷ Ibid, str. 37.

¹⁷⁸ Ibid, str. 40.

¹⁷⁹ Ibid, str. 38-41.

¹⁸⁰ LIŠKA, P., Š. ELEK a K. MAREK. *Bankovní obchody*. Praha: Wolters Kluwer, 2014. ISBN 978-80-7478-510-8, str. 201.

¹⁸¹ HUSTÁK, Z. a A. SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. V Praze: C.H. Beck, 2016. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-533-6, str. 238.

Agreement¹⁸²), kterou vydává Česká bankovní asociace. Na mezinárodní úrovni je pak nejvýznamější ISDA Master Agreement, který je vydáván International Swaps and Derivatives Association, Inc. (ISDA).¹⁸³ ISDA Master Agreement obsahuje například způsob uzavírání transakcí, platební započtení, navýšení plateb o případnou srážkovou daň, události selhání a ukončení, ukončení a závěrečné vyrovnání a další.¹⁸⁴ Na evropském kontinentu se od roku 2001 snaží narušit dominanci ISDA Master Agreement Evropská bankovní federace, která vydala European Master Agreement (EMA).¹⁸⁵

Smluvní dokumentace představuje standardizovaný rámec pro všechny transakce sjednávané mezi danými protistranami, mezi jehož hlavní výhody patří vyšší právní jistota, menší transakční náklady a jednodušší netting.¹⁸⁶

3.Regulace derivátových kontraktů na mezinárodní úrovni

V současné době se snaha o vytvoření regulace derivátových kontraktů přesouvá z národní úrovně na úroveň nadnárodní, kde je možné lépe čelit problémům s nimi spojených. Velkou iniciativu pro rychlejší tvorbu nadnárodní právní úpravy a její zpřísnění představovalo vypuknutí globální finanční krize v druhé polovině první dekády 20. století. Tato část se nejdříve zaměřuje na právní předpisy, které vznikly na půdě Evropské unie, a následně se věnuje příkladu tvorby regulace na úrovni mezinárodní organizace.

¹⁸² CMA.

¹⁸³ LIŠKA, P., Š. ELEK a K. MAREK. Bankovní obchody. Praha: Wolters Kluwer, 2014. ISBN 978-80-7478-510-8, str. 201.

¹⁸⁴ Ibid, str. 202.

¹⁸⁵ Ibid, str. 206.

¹⁸⁶ HÁJEK, O. *Finanční deriváty* [online]. Právnická fakulta UK, Allen & Overy. [cit. 8.1.2017].

Dostupné z

<https://www.google.cz/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwiQ3dykxsXRAhVBIMAKHWrRB8kQFggBMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.prf.cuni.cz%2Fdokumenty-download%2F1404049768%2F&usg=AFQjCNETeakOENQLw2Ph1MiTQH3ajKOJYA&sig2=3ri4bOIU69jI1vlzCyZnHw>, str. 15.

3.1 Právní předpisy Evropské unie regulující derivátové kontrakty

Evropská unie se dlouhou dobu snaží o vytvoření nadnárodní regulace různých oblastí finančního trhu, čímž přispívá k harmonizaci dané právní úpravy v právních řádech svých členských států. Každý, kdo se někdy zajímal o problematiku derivátových kontraktů, zcela jistě slyšel zkratky jako MiFID, MiFIR nebo EMIR. Evropská unie vydává své právní předpisy v této oblasti především za účelem vytvoření jednotného trhu, adekvátní ochrany investorů a spotřebitelů a zvýšení důvěryhodnosti finančního trhu.¹⁸⁷ Tato kapitola se snaží o základní popis dopadů nejdůležitějších sekundárních právních aktů Evropské unie, které mají vliv na právní úpravu derivátových kontraktů.

3.1.1 MiFID

MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) je směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, k jejíž implementaci do českého právního řádu došlo zákonem č. 230/2008 Sb., kterým se mění zákon o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony. Důsledkem této novelizace mimo jiné došlo ke změně vymezení derivátový kontraktů v § 3 ZPKT. Hlavním cílem této směrnice je vytvoření jednotného evropského trhu pro akcie, komodity, a finanční deriváty.¹⁸⁸

Mezi přínosy MiFID řadíme například modifikaci a rozšíření pravidel činností a hospodaření obchodníka s cennými papíry, změny v oblasti organizovaného trhu s investičními nástroji, pojetí mnohostranného obchodního systému (*multilateral trading facility*) jako méně regulovaného trhu či zavedení požadavků na transparentnost při obchodování s investičními nástroji (zejména se jedná o před-obchodní uveřejňování nabídek a poptávek po investičních nástrojích a po-obchodní

¹⁸⁷ HUSTÁK, Z. a A. SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. V Praze: C.H. Beck, 2016. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-533-6, str. 279.

¹⁸⁸ SMOLKOVÁ, K. *Novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu* [online]. Epravo.cz, Císař, Česka, Smutný a spol. [cit. 7.1.2017]. Dostupné z <http://www.epravo.cz/top/clanky/novela-zakona-o-podnikani-na-kapitalovem-trhu-55271.html>.

uveřejňování realizovaných výsledků obchodů.¹⁸⁹ MiFID také způsobila razantní změnu oproti předchozí úpravě svými ustanoveními upravující práva a povinnosti v oblasti poskytování investičních služeb, přičemž nejzásadnější změnu představuje zejména zavedení nových právních institutů souvisejících s pravidly jednání se zákazníky při poskytování investičních služeb.¹⁹⁰

3.1.2 EMIR

EMIR (*The European Market Infrastructure Regulation*) je nařízení Evropského parlamentu a rady (EU) č. 648/2012 ze dne 4. července 2012 o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů, které upravuje požadavky na clearing a dvoustranné řízení rizik pro mimoburzovní (OTC) derivátové smlouvy, požadavky na oznamování derivátových smluv a jednotné požadavky na výkon činností ústředních protistran a registrů obchodních údajů.

EMIR reaguje na globální finanční krizi a jeho hlavním cílem je zvýšení stability, transparentnosti a důvěry ve finanční trhy prostřednictvím poskytnutí přístupu regulátorům k podrobnějším informacím o jednotlivých OTC obchodech.¹⁹¹ Co se týče působnosti EMIR, dopadá na všechny derivátové kontrakty, které byly uzavřeny mimo evropský regulovaný trh nebo srovnatelný trh ve třetí zemi, přičemž regulovanou osobou může být jak finanční, tak nefinanční protistrana.¹⁹² Základní institucí v nové infrastruktuře pro obchodování s deriváty podle EMIR je ústřední protistrana, kterou definuje v čl. 2 jako právnickou osobu, která vstupuje mezi strany smluv uzavíraných na jednom či na několika finančních trzích, a stává se tak kupujícím pro každého prodávajícího a prodávajícím pro každého kupujícího. Ke splnění svých cílů ukládá EMIR přísnější povinnosti stranám derivátových kontraktů, které se uplatní v rozdílném rozsahu v závislosti na tom, zda se jedná o finanční protistranu (FC), nefinanční protistranu nad clearingovým prahem (NFC+), nebo nefinanční protistranu

¹⁸⁹ Ibid.

¹⁹⁰ I HUSTÁK, Z. a A. SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. V Praze: C.H. Beck, 2016. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-533-6, str. 280.

¹⁹¹ EMIR – nová evropská regulace obchodů s deriváty [online]. Československá obchodní banka, a.s. [cit. 11.1.2017]. Dostupné z <https://www.csob.cz/portal/documents/10710/480613/emir-nova-evropska-regulace-obchodu-s-derivaty>.

¹⁹² HUSTÁK, Z. Nařízení o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů (EMIR) - nový režim pro obchodování s deriváty [online]. epravo.cz, BBH. [cit. 9.1.2017]. Dostupné z <http://www.epravo.cz/top/clanky/narizeni-o-otc-derivatech-ustrednich-protistranach-a-registrech-obchodnich-udaju-emir-novy-rezim-pro-obchodovani-s-derivaty-91243.html>.

pod clearingovým prahem (NFC-). EMIR stanovuje podmínky, jejichž splněním dochází ke vzniku povinnosti smluvních stran použít povinné vypořádání prostřednictvím ústřední protistrany (povinnost clearing), která má k tomu udělené oprávnění. Dalším příkladem povinnosti stanovené tímto nařízením je oznamovací povinnost, která spočívá v tom, že smluvní strany a ústřední protistrany mají povinnost oznámit určité údaje do registrů obchodních údajů o každé derivátové smlouvě, kterou uzavřely. Přehled povinností vyplývajících z EMIR pro finanční a nefinanční smluvní strany zobrazuje obrázek č. 9.

POVINNOSTI:	FC	NFC+	NFC-
- Oznamování	ANO, zcela	ANO, zcela	ANO, zcela
- Včasné potvrzení	ANO, přísněji	ANO, přísněji	ANO, méně přísně
- Srovnávání portfolií	ANO, přísněji	ANO, přísněji	ANO, méně přísně
- Komprese portfolií	ANO, zcela	ANO, zcela	ANO, zcela
- Řešení sporů	ANO, zcela	ANO, omezeně	ANO, omezeně
- Oceňování	ANO, zcela	ANO, zcela	NE
- Kolateralizace	ANO, zcela (kapitál)	ANO, omezeně	NE
- Povinnost clearing	ANO, zcela	ANO, zcela	NE

Obrázek 9: Barevný¹⁹³ přehled povinností podle EMIR¹⁹⁴

3.1.3 MiFID II a MiFIR

Směrnice MiFID není vnímána jako definitivní právní úprava trhu finančních nástrojů, a proto Evropská unie přistoupila k dalšímu kroku k procesu vytvoření jednotného trhu v podobě směrnice MiFID II¹⁹⁵ a nařízení MiFIR¹⁹⁶ (*Markets in Financial Instruments Regulation*). Narozdíl od původní úpravy MiFID bylo zvoleno rozdělit novou úpravu

¹⁹³ **Modrá barva** = všechny derivátové smlouvy včetně těch uzavřených na regulovaném trhu, **růžová barva** = všechny OTC derivátové smlouvy, které nepodléhají povinnosti clearing a **zelená barva** = druhy OTC derivátových smluv zařazené na veřejný seznam podle čl. 6 EMIR.

¹⁹⁴ Zdroj: HÁJEK, O. *Finanční deriváty* [online]. Právnická fakulta UK, Allen & Overy. [cit. 8.1.2017]. Dostupné z

<https://www.google.cz/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwiQ3dykxsXRAhVBIMAKHWrRB8kQFggBMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.prf.cuni.cz%2Fdokumenty-download%2F1404049768%2F&usg=AFQjCNETeakOENQLw2Ph1MitQH3ajKOJYA&sig2=3ri4bOIU69ji1vlzCyZnHw>, str. 33.

¹⁹⁵ SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU.

¹⁹⁶ NAŘÍZENÍ EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY (EU) č. 600/2014 ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012.

do dvou předpisů, přičemž jeden z nich má formu směrnice, kterou je nutné implementovat do právních řádů členských států, a druhý má formu nařízení, které má přímou aplikovatelnost. Právní úprava obsažená v MiFID II a MiFIR navazuje na MiFID a EMIR.

Směrnice MiFID II stanovuje požadavky týkající se podmínek pro udělení povolení a pro výkon činnosti pro investiční podniky, poskytování investičních služeb nebo výkon investičních činností podniky ze třetích zemí se zřízenou pobočkou, povolení a provozování regulovaných trhů, povolení a výkonu činnosti poskytovatelů služeb hlášení údajů a dohledu, spolupráce a prosazování příslušnými orgány. MiFID II se dále zaměřuje na posílení ochrany investorů a předmětem jeho regulace budou „nové“ zdroje systematického rizika jako například algoritmické a vysokofrekvenční obchodování (*algorithmic and high-frequency trading*).¹⁹⁷ Důležité z pohledu regulace derivátových kontraktů může být také částečná změna jejich právního vymezení v § 3 odst. 1 ZPKT, která zejména vylučuje kreditní deriváty, rozšiřuje podkladová aktiva v písm. d) o povolenky na emise skleníkových plynů a dále obsahuje určitá upřesnění, a proto jde spíše o změnu formálního charakteru, která nemá významnější materiální dopad.¹⁹⁸ MiFID II dále usiluje zejména o dosažení odolnějších a efektivnějších tržních struktur se zaměřením na vytvoření regulačního rámce pro nový typ převodního místa OTF (*organised trading facility*), zvýšení transparentnosti obchodních činností na finančních trzích, zohlednění technologických inovací, posílení pravomocí regulačních orgánů jako např. ESMA a další posílení ochrany investorů.¹⁹⁹

Nařízení MiFIR stanovuje jednotné požadavky, pokud jde o uveřejňování údajů o obchodech, hlášení obchodů příslušným orgánům, obchodování s deriváty v organizovaných systémech, nediskriminační přístup k zúčtování a nediskriminační přístup k obchodování s referenčními hodnotami, pravomoci příslušných orgánů,

¹⁹⁷ MIKULA, O. *MiFID II: Co přinese update směrnice o trzích finančních nástrojů?* [online]. ksv.cz, Kocián, Šolc, Balašík. [cit. 9.1.2017]. Dostupné z http://www.ksb.cz/cs/novinky-publikace/clanky/2421_mifid-ii-co-prinese-update-smernice-o-trzich-financnich-nastroju.

¹⁹⁸ *Platné znění zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a měněných ustanovení dalších zákonů s vyznačením navrhovaných změn a doplnění* [online]. [cit. 11.1.2017]. Dostupné z http://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Navrh_2016_Platne-zneni-Zakon-implementujici-smernici-MiFID-II.pdf.

¹⁹⁹ SUCHÁ, A. *Návrh nové evropské legislativy o trzích finančních nástrojů* [online]. Epravo.cz, Seddons. [cit. 9.1.2017]. Dostupné z <http://www.epravo.cz/top/clanky/navrh-nove-evropske-legislativy-o-trzich-financnich-nastroju-79554.html>.

orgánu ESMA²⁰⁰ a orgánu EBA²⁰¹ pro zásahy u produktů a pravomoci orgánu ESMA týkající se kontrol řízení pozic a limitů pozic, poskytování investičních služeb či výkon investičních činností podniky ze třetích zemí s pobočkou či bez pobočky na základě příslušného rozhodnutí Komise o rovnocennosti. Původní nařízení MiFIR bylo v roce 2016 změněno nařízením Evropského parlamentu a rady (EU) č. 2016/1033 ze dne 23. června 2016²⁰².

3.1.4 Další předpisy Evropské unie regulující derivátové kontrakty

V právním rámci Evropské unie nalezneme velké množství právních předpisů, které zde nebyly uvedeny, ale dotýkají se právní úpravy derivátových kontraktů. Příkladem takových právních předpisů jsou např. nařízení Evropského parlamentu a rady (EU) č. 236/2012 ze dne 14. března 2012 o prodeji na krátko a některých aspektech swapů úvěrového selhání, směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (MAD), 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 (AIFMD) a další.

3.2 Regulace derivátových kontraktů na úrovni mezinárodní instituce

Příkladem regulace na mezinárodní úrovni, která se týká právní úpravy derivátových kontraktů, jsou regulační standardy vydávané Basilejským výborem pro bankovní dohled (*Basel Committee on Banking Supervision*, BCBS) známé pod názvy Basel I, Basel II a Basel III. BCBS je mezinárodní institucí, která byla založena v roce 1974. V roce 1988 učinil BCBS první krok k vytvoření mezinárodní regulace v podobě

²⁰⁰ The European Securities and Markets Authority.

²⁰¹ The European Banking Authority.

²⁰² Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 2016/1033 ze dne 23. června 2016, kterým se mění nařízení (EU) č. 600/2014 o trzích finančních nástrojů, nařízení (EU) č. 596/2014 o zneužívání trhu a nařízení (EU) č. 909/2014 o zlepšení vypořádání obchodů s cennými papíry v Evropské unii a centrálních depozitářích cenných papírů.

dokumentu známého jako Basel I, jehož ústřední myšlenkou bylo vytvoření bezpečnostního polštáře v minimální výši 8% rizikově vážených aktiv (*risk-weighted assets*).²⁰³ Vzhledem k tomu, že se jedná o standardy vydávané mezinárodní organizací, která nemá pravomoc vydávat přímo závazné právní normy, je potřeba veškerá ustanovení implementovat buď na úrovni Evropské unie, nebo do každého národního právního řádu zvlášť.

Basel II, který byl přijat v roce 2007 a kromě úvěrového rizika upravoval také tržní a úvěrové riziko, byl kritizován pro sklon k proticykličnosti, přílišné užívání externích ratingů, obtížnou kvantifikaci operačního rizika a další nedostatky.²⁰⁴ Basel III byl vytvořen v roce 2010 a reaguje na problémy spojené s Basel II. Nově upravoval likviditní riziko a k jeho implementaci došlo prostřednictvím sekundárního práva Evropské unie v podobě směrnice o kapitálových požadavcích²⁰⁵ (CRD IV²⁰⁶) a nařízení o kapitálových požadavcích²⁰⁷ (CRR²⁰⁸).²⁰⁹

4. Regulace derivátových kontraktů v USA

Významný růst množství obchodovaných derivátů derivátového trhu v USA vedl k nutnosti přijmout právní úpravu derivátových kontraktů a podmínky jejich obchodování. Regulace finančního trhu v USA často sloužila jako zdroj inspirace při navrhování právních předpisů jak pro národní parlamenty, tak i Evropskou unii. Přestože právní regulace finančního trhu a derivátových kontraktů má v USA dalekosáhlou historii, budu se v této části věnovat zejména *Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (zkráceně Dodd-Frank Act), který byl přijat

²⁰³ MEJSTŘÍK, Michal, Magda PEČENÁ a Petr TEPLÝ. *Bankovníctví v teorii a praxi: Banking in theory and practice*. Vyd. 1. Praha: Karolinum, 2014. ISBN 978-80-246-2870-7, str. 257.

²⁰⁴ Ibid, str. 258-270.

²⁰⁵ SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY 2013/36/EU ze dne 26. června 2013 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o obezřetnostním dohledu nad úvěrovými institucemi a investičními podniky, o změně směrnice 2002/87/ES a zrušení směrnic 2006/48/ES a 2006/49/ES.

²⁰⁶ Capital Requirements Directive.

²⁰⁷ NAŘÍZENÍ EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY (EU) č. 575/2013 ze dne 26. června 2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a o změně nařízení (EU) č. 648/2012.

²⁰⁸ Capital Requirements Regulation.

²⁰⁹ Ibid, str. 272.

v reakci na finanční krizi a který je možné do jisté míry považovat za americkou obdobu EMIR.

Mezi základní cíle Dodd-Frank Act patří podpora finanční stability zvýšením důvěryhodnosti a transparentnosti amerického investičního bankovníctví, ochrana daňových poplatníků, ochrana klientů a spotřebitelů a omezení šedého bankovníctví.²¹⁰ Jedním z nejpodstatnějších změn zavedených Dodd-Frank Act je nová úprava regulatorní a dohledové struktury v USA. Dodd-Frank Act vytváří *Financial Stability Oversight Council* (FSOC), která se specializuje především na omezení systémového rizika vypuknutí nové finanční krize, efektivnější spolupráce specializovaných dohledových institucí a určení systémově významných finančních institucí.²¹¹ Navíc vytváří úřad *Consumer Financial Protection Bureau* (CFPB) pro lepší ochranu spotřebitelů a úřad *Federal Insurance Office* (FIO), zavádí povinnou registraci správců hedžových fondů a dalších institucí, posiluje dohledovou pravomoc Federálního rezervního systému.²¹² V neposlední řadě také jeho přijetím došlo ke změně regulace ratingových agentur, zpřísnění kapitálových požadavků atd.

Dodd-Frank Act je velice rozsáhlým zákonem (jeho text má 848 stran), který se určitým způsobem vztahuje na poskytování většiny finančních služeb. Text zákona má celkem 848 stran a je členěn do 16 kapitol (*titles*), přičemž z perspektivy derivátových kontraktů lze považovat za nejdůležitější *title VII*, který reformuje dohled a strukturu derivátového trhu. *Title VII* je také známý jako *The Wall Street Transparency Act of 2010*. *Title VII* obsahuje tyto základní oblasti:

- 1) regulatorní rámec, jehož podstatou je posílení pravomocí *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) a *Securities and Exchange Commission* (SEC), které společně působí na derivátovém trhu;
- 2) standardizace určitých derivátových kontraktů, ústřední protistrana, kategorizace účastníků trhu;
- 3) veškeré obchody týkající se standardizovaných derivátových kontraktů musí být vykonány na OTF²¹³;
- 4) povinný clearing pro standardizované swapové smlouvy,

²¹⁰ MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 3. aktual. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5, str. 172.

²¹¹ Ibid, str. 173.

²¹² Ibid.

²¹³ Organized trading platform.

- 5) oznamovací povinnost v případě veškerých transakcí se standardizovanými i nestandardizovanými swapy;
- 6) požadavky na kolaterál a margin;
- 7) zákazy a omezení účasti určitých entit v transakcích s derivátovými kontrakty,
- 8) výjimky.²¹⁴

Dodd-Frank Act věnuje významnou pozornost regulaci swapů, kterými ovšem nerozumí druh derivátového kontraktu²¹⁵, nýbrž tak označuje veškeré OTC derivátové produkty.²¹⁶ Z pohledu vypořádání rozlišuje standardní (clearable) swapy, které jsou obchodovány a na OTF a podléhají clearingui, a nestandardní (bilaterální, non-clearable, off-facility) swapy, které jsou obchodovány prostřednictvím tradičních kanálů a nepodléhají clearingui, avšak je u nich přísnější požadavek na kolaterál a kapitálové požadavky smluvních stran.²¹⁷ Pro plnění oznamovací povinnosti jsou obdobně jako v EMIR zřízené registrované *Swap Data Repositories* (SDR), která shromažďují údaje o OTC transakcích.²¹⁸ Podobně jako EMIR používá OTF, existuje podle Dodd-Frank Act *Swap Execution Facility* (SEF)²¹⁹, jejíž úkolem je zvýšit transparentnost a likviditu OTC trhů.²²⁰

Dodd-Frank Act se zaměřuje především na velké a systémově významné finanční instituce, kterým stanovuje přísnější podmínky. To bývá občas předmětem kritiky, protože menší finanční instituce a další drobnější investoři vytvářejí velkou část transakcí na derivátových trzích.

²¹⁴ SHAIK, K. *Managing Derivatives Contracts*. 1 edition: Apress, 2014, 492 p., str. 188-189.

²¹⁵ V praxi ale většinu OTC derivátových kontraktů představují swapové deriváty (druh derivátových kontraktů).

²¹⁶ SHAIK, K. *Managing Derivatives Contracts*. 1 edition: Apress, 2014, 492 p., str. 191.

²¹⁷ *Ibi*, str. 194.

²¹⁸ *Ibid*, str. 135.

²¹⁹ SEF je *multilateral trading facility* (MTF).

²²⁰ SHAIK, K. *Managing Derivatives Contracts*. 1 edition: Apress, 2014, 492 p., str. 122-123

Závěr

Ústředním tématem této práce je regulace derivátových kontraktů, přičemž je vhodné zmínit, že toto téma hluboce souvisí s právní úpravou jiných jak soukromoprávních, tak veřejnoprávních institutů a nelze ho od nich jednoduše izolovat. Z komplexního pojetí derivátových kontraktů, které tvoří syntéza jejich ekonomické a právní podstaty, vyplývá skutečnost, že nelze oddělit jejich právní aspekt od ekonomického aspektu, protože oba tyto aspekty jsou navzájem provázány.

První část této práce je věnována ekonomické podstatě derivátových kontraktů, kterou osobně považuji za nejdůležitější, protože právní úprava se jen snaží tuto ekonomickou podstatu reflektovat a vytvořit pro ni dostatečný právní rámec. Derivátové kontrakty je možné členit podle různých kritérií a základní druhy derivátových kontraktů podle ekonomické vědy bývají přímo používány v právních předpisech, aniž by byly dále podrobněji definovány. To jenom potvrzuje tvrzení, že pro správné pochopení právní podstaty derivátových kontraktů je nutné porozumět také jejich ekonomickému aspektu. Ačkoliv je derivátové kontrakty možné definovat pomocí určitých znaků, je velmi obtížné vytvořit abstraktní definici, která by nezahrnovala i instrumenty, které za deriváty považovány nejsou.

Druhá část se věnuje účetnímu aspektu derivátových kontraktů a je zajímavá zejména tím, jak se účetní předpisy vypořádávají s vymezením derivátových kontraktů pro své účely.

Třetí část se zabývá právní regulací derivátových kontraktů v právním řádu České republiky. V českém právním řádu existují v různých právních předpisech odlišná právní vymezení derivátových kontraktů, přičemž za nejpropracovanější považuji současné vymezení v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu, které plynule navázalo na úpravu derivátových kontraktů v zákoně o cenných papírech a je v souladu se směrnicí MiFID, avšak očekává se jeho další částečná změna v souvislosti s implementací směrnice MiFID II. Jedná se nicméně o vymezení prostřednictvím ekonomických pojmů, které v právním řádu nejsou podrobněji definovány, a proto je zde opět nutné vycházet z ekonomické vědy a případně i právní praxe. Druhy derivátových kontraktů nejsou až na výjimky v právních předpisech podrobněji upraveny. Takovou výjimku představuje opční list, který má vlastní úpravu v zákoně o obchodních korporacích. Ačkoliv se jedná z právního hlediska o cenný papír, je

nepochybné, že z ekonomické perspektivy splňuje náležitosti derivátového instrumentu. V českém právním řádu lze identifikovat velké množství právních předpisů, které přímo nebo nepřímo ovlivňují právní úpravu derivátových kontraktů. Velmi důležitou roli z tohoto pohledu hraje občanský zákoník, protože při vytváření derivátové smlouvy je nutné věnovat některým jeho ustanovením zvýšenou pozornost a v případech, kdy to dispozitivnost nežádoucího ustanovení dovoluje, odchýlit se od něj. Vzhledem k tomu, že Česká republika vstoupila 1. května 2004 do Evropské unie, vznikla značná část právní úpravy derivátových kontraktů právě na půdě této mezinárodní instituce.

Třetí část také zdůrazňuje významnost role mezinárodních institucí při vytváření regulace derivátových kontraktů. Zaměřuje se zejména na sekundární právo Evropské unie a zmiňuje také přínos Basilejského výboru pro bankovní dohled. Čtvrtá část se pak snaží zmapovat, jaký dopad měla v USA reforma v podobě Dodd-Frank Act.

Právní vymezení derivátových kontraktů je velmi komplexní a komplikovaná problematika. Právní vymezení derivátových kontraktů je možné zejména prostřednictvím určitých typových znaků, avšak není jednoduché je formulovat tak, aby nedopadalo na příliš úzký ani příliš široký okruh právních vztahů a následkem toho buď zahrnovalo i instrumenty, které za deriváty nelze považovat, nebo naopak nedopadalo na instrumenty, které deriváty bezpochybně jsou. Základní vlastností právní definice je její abstraktnost. Zároveň mohou nastávat komplikace s vymezením vybrané skupiny prvků, pokud je prvků ve skupině mnoho a jsou od sebe navzájem rozdílné. Zpravidla tedy platí, že čím více prvků definovaná skupina obsahuje a čím více jsou tyto prvky od sebe odlišné, tím těžší je formulovat definici skupiny, která zahrne všechny prvky.

Osobně spatřuji kámen úrazu v tom, že typologie základních druhů derivátů existuje právě kvůli tomu, že tyto druhy je možné rozlišit, protože se od sebe navzájem liší určitými znaky, avšak zákonodárce se snaží definovat obecný pojem derivátů, který v sobě obsahuje nekoherentní prvky. V současné době bývá podrobnější vymezení derivátů koncipováno jako demonstrativní výčet, přičemž každá další novelizace se snaží upřesňovat toto vymezení. Tento proces by měl teoreticky směřovat k dosažení enumerativního výčtu, který by již neobsahoval žádnou zbytkovou klauzuli. Je ovšem důležité se zeptat, zda je možné v případě tak abstraktního pojmu jako je derivát reálně dosáhnout takového cíle. Nabízí se zde proto otázka, zda definování derivátových kontraktů není na příliš vysoké úrovni (tj. vymezení derivátů) a zda by nebylo efektivnější zavést vymezení derivátů na nižší úrovni, což je například na úrovni

základních druhů derivátových kontraktů jako je opce, futures a další. Nicméně je nutné zvážit, zda by takové vymezení derivátů bylo výhodnější oproti dotváření definice ekonomickou vědou, která umožňuje flexibilnější přístup k novým instrumentům.

Jako nežádoucí stav také považuji situaci, kdy deriváty jsou vymezeny v jednom právním řádu ve více právních předpisech. Ačkoliv se může jednat o definici pro účely daného právního předpisu, je vhodné, aby v celém právním řádu existovala univerzální definice, což ovšem zvyšuje nároky její kvalitu.

Osobně se domnívám, že z dlouhodobého hlediska je obecná právní definice derivátových kontraktů jako skupiny smluv nedostačující, protože nedostatečně reflektuje odlišnosti mezi jednotlivými typy derivátových kontraktů. Dle mého názoru může řešení spočívat ve vytvoření podrobnější právní úpravy a vymezení jednotlivých typů derivátových kontraktů na základě obecných znaků ve speciálním zákoně, který by měl působnost napříč celým právním řádem. Zároveň je důležité, aby takováto právní úprava byla založena na dispozitivnosti a tím umožňovala smluvním stranám přizpůsobit derivátovou smlouvu tak, aby dokázala splnit požadovaný účel.

Seznam obrázků

Obrázek 1: Pozice prodávajícího a kupujícího ve FRA	17
Obrázek 2: Zisk a ztráta kupujícího a prodávajícího futures kontraktu	18
Obrázek 3: Long call	23
Obrázek 4: Short call	23
Obrázek 5: Long put	24
Obrázek 6: Short put	25
Obrázek 7: Obecný životní cyklus burzovního derivátového kontraktu.	40
Obrázek 8: Obecný životní cyklus OTC bilaterálních derivátových kontraktů.	41
Obrázek 9: Barevný přehled povinností podle EMIR	62

Seznam použitých zkratk

ABS	Asset backed security
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
C	Opční prémie call opce
CDO	Collateralized debt obligations
CDS	Credit default swap
CRD IV	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2013/36/EU ze dne 26. června 2013 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o obezřetnostním dohledu nad úvěrovými institucemi a investičními podniky, o změně směrnice 2002/87/ES a zrušení směrnic 2006/48/ES a 2006/49/ES
CRR	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 575/2013 ze dne 26. června 2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a o změně nařízení (EU) č. 648/2012
EBA	European Banking Authority
EBU	European Banking Union
ESMA	European Securities and Markets Authority
DevZ	Zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon, ve znění pozdějších předpisů
FC	Financial counterparty
FRA	Forward rate agreement
ir	interest rate
IASB	International Accounting Standards Board
IFRS	International Financial Reporting Standards
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
EMIR	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 ze dne 4. července 2012 o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů
MiFID	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS

MiFID II	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU
MiFIR	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012
NFC	Non-financial counterparty
NH	Nominální hodnota
MTF	Multilateral trading facility
ObčZ	Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů
OTC	Over-the-counter
OTF	organised trading facility
P	Opční premie put opce
PRIBOR	Prague interbank offered rate
RC	Realizační cena
SCDO	Synthetic collateralized debt obligations
SEF	Swap Execution Facility
SPV	Special purpose vehicle
TRS	Total return swap
US GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
ZoCP	Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů
ZOK	Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, ve znění pozdějších předpisů
ZPKT	Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

Zdroje

Právní předpisy:

- 1) COMMISSION REGULATION (EC) No 1287/2006 of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards record-keeping obligations for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of financial instruments to trading, and defined terms for the purposes of that Directive.
- 2) DIRECTIVE 2004/39/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC.DIRECTIVE 2013/36/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC.
- 3) NAŘÍZENÍ EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY (EU) č. 236/2012 ze dne 14. března 2012 o prodeji na krátko a některých aspektech swapů úvěrového selhání
- 4) NAŘÍZENÍ EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY (EU) č. 648/2012 ze dne 4. července 2012 o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů
- 5) NAŘÍZENÍ EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY (EU) č. 600/2014 ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012
- 6) NAŘÍZENÍ EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY (EU) č. 2016/1033 ze dne 23. června 2016, kterým se mění nařízení (EU) č. 600/2014 o trzích finančních nástrojů, nařízení (EU) č. 596/2014 o zneužívání trhu a nařízení (EU) č. 909/2014 o zlepšení vypořádání obchodů s cennými papíry v Evropské unii a centrálních depozitářích cenných papírů
- 7) SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem
- 8) 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

- 9) SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY 2013/36/EU ze dne 26. června 2013 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o obezřetnostním dohledu nad úvěrovými institucemi a investičními podniky, o změně směrnice 2002/87/ES a zrušení směrnic 2006/48/ES a 2006/49/ES.
- 10) SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU
- 11) Vyhláška České národní banky č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníkůs cennými papíry, ve znění pozdějších předpisů
- 12) Zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů
- 13) Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů
- 14) Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů
- 15) Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů
- 16) Zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon, ve znění pozdějších předpisů
- 17) Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů
- 18) Zákon č. 408/2010 Sb., o finančním zajištění, ve znění pozdějších předpisů
- 19) Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů
- 20) Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, ve znění pozdějších předpisů
- 21) Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech
- 22) Zákon č. 127/2015 Sb., o elektronických komunikacích, ve znění pozdějších předpisů
- 23) Zákon č. 134/2016 Sb., o zadávání veřejných zakázek, ve znění pozdějších předpisů

Judikatura:

- 1) Nejvyšší soud ČSR, sp. Zn. Rv I 1093/22
- 2) Nejvyšší soud ČSR, sp. Zn. Rv I 1693/24
- 3) Nejvyšší soud ČSR, sp. Zn. Rv I 15/28
- 4) Vrchní soud v Praze, sp. Zn. 5 Cmo 332/2013

Monografie:

1. BEJČEK, J., ELIÁŠ, K., RABAN, P. a kol. *Kurs obchodního práva*. Obchodní závazky. 5. vydání. Praha : C. H. Beck, 2010, 594 s.

2. CONSTANTINIDES, G. M. *Financial derivatives: futures, forwards, swaps, options, corporate securities, and credit default swaps*. New Jersey: World Scientific, [2015], ©2015. xi, 219 stran. World Scientific lecture notes in economics, vol. 1. ISBN 978-981-4618-41-0.
3. DVOŘÁK, J., ŠVESTKA, J., ZUKLÍNOVÁ, M. et al. *Občanské právo hmotné. 2., aktualizované a doplněné vydání*. Praha: Wolters Kluwer, 2016-. ISBN 978-80-7552-187-3.
4. DVOŘÁK, P. *Deriváty*. Praha: Oeconomica, 2008. ISBN 978-80-245-1435-2.
5. ELIÁŠ, K. *Nový občanský zákoník s aktualizovanou důvodovou zprávou a rejstříkem. 1. vyd.* Ostrava: Sagit, 2012, 1119 s. ISBN 978-80-7208-922-2
6. FALDYNA, F. a kol. *Meritum - Obchodní právo*. Praha: ASPI, a. s., 2005.
7. FIALA, J. a kol. *Meritum - Občanské právo*. Wolters Kluwer ČR, 2012, s. 1000.
8. GERLOCH, Aleš. *Teorie práva. 6., aktualiz. vyd.* Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2013. ISBN 978-80-7380-454-1.
9. HUSTÁK, Z., ŠOVAR, J., FRANĚK, M., SMUTNÝ, A., CETLOVÁ, K., DOLEŽALOVÁ, D. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu - komentář. 1. vyd.* Praha: C.H.Beck, 2012. 1029 s. Beckova edice Komentované zákony. ISBN 978-80-7400-433-9.
10. HUSTÁK, Z., SMUTNÝ, A. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. Praha: C.H.Beck, 2016. ISBN 978-80-7400-533-6.
11. JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování. 1. vyd.* Praha: GRADA Publishing, a.s., 2009. 648s. ISBN 978-80-247-1653-4.
12. JÍLEK, J. a SVOBODOVÁ J. *Účetnictví bank a finančních institucí* 2008. 4. vyd, Grada, 583 s. ISBN 978-80-247-2575-8, str. 298-299.
13. JÍLEK, J. *Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti. 1. vyd.* Praha: Grada, 2006. 260 s. Finanční trhy a instituce. ISBN 80-247-1826-X.
14. JÍLEK, J. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. Praha: Grada, 2010. ISBN 978-80-247-3696-9.
15. JOSE, J. *Dinosaur Derivatives and Other Trades*. Wiley, 2015, 224 p., ISBN 978-1-119-01959-6.
16. LIŠKA, P., Š. ELEK a K. MAREK. *Bankovní obchody*. Praha: Wolters Kluwer, 2014. ISBN 978-80-7478-510-8.
17. MEJSTŘÍK, Michal, Magda PEČENÁ a Petr TEPLÝ. *Bankovníctví v teorii a praxi: Banking in theory and practice*. Vyd. 1. Praha: Karolinum, 2014. ISBN 978-80-246-2870-7.
18. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů. 3. aktual. a rozš. vyd.* Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5.
19. PLÍVA, S., ELEK, Š, LIŠKA, P. a MAREK K. *Bankovní obchody*. Vyd. 1. Praha: ASPI-Wolters Kluwer, 2009, 220 s. ISBN 978-80-7357-433-8.
20. PLÍVA, S. *Obchodní závazkové vztahy. 2., aktualiz. vyd.* Praha: ASPI-Wolters Kluwer, 2009, 339 s. ISBN 978-80-7357-444-4.
21. POLOUČEK, S. *Bankovníctví*. V Praze: Beck, 2006. ISBN 80-7179-462-7.
22. RABAN, P. *Obchodní zákoník: komentář : judikatura. 5. dopl. vyd.* Praha: Eurounion, 2007, 766 s. ISBN 978-80-7317-060-8.
23. REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. Praha: Grada Publishing, 2014. ISBN 978-80-247-3671-6.

24. REVENDA, Z., MANDEL, M., KODERA, J, MUSÍLEK, P. a DVOŘÁK, P.. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. aktualizované vydání. Praha: Management Press, 2015. ISBN 978-80-7261-279-6.
25. SHAIK, K. *Managing Derivatives Contracts*. 1 edition: Apress, 2014, 492 p.
26. SVEJKOVSKÝ, J. a SVEJKOVSKÁ J. *Nový občanský zákoník: srovnání nové a současné úpravy občanského práva*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2012, xiv, 792 s. ISBN 978-80-7400-423-0.
27. ŠVESTKA, J., DVOŘÁK, J. a kol. *Občanské právo - závazkové právo*. 2. díl, 5. vydání. Wolters Kluwer ČR, a. s., 2009
28. ŠVESTKA, J., JEHLIČKA, O., ŠKÁROVÁ, M., SPÁČIL, J. A kol. *Občanský zákoník Komentář* 10. vydání. Praha : C.H. Beck, 2006, 1491 s.

Internetové zdroje:

1. *Case Study: The Collapse of Lehman Brothers* [online]. Investopedia.com. [cit. 7.11.2016]. Dostupné z <http://www.investopedia.com/articles/economics/09/lehman-brothers-collapse.asp>.
2. *Deriváty* [online]. Fučík & Partneri [cit. 27.12.2016]. Dostupné z <http://www.fucik.cz/publikace/derivaty/>.
3. DVOŘÁK, P. *Forwardové kontrakty*. Podkladové dokumenty k přednášce z Bankovníctví II ze dne 16.3.2016. VŠE.
4. DVOŘÁK, P. *Opce*. Podkladové dokumenty k přednášce z Bankovníctví II ze dne 6.4.2016. VŠE
5. *EMIR – nová evropská regulace obchodů s deriváty* [online]. Československá obchodní banka, a.s. [cit. 11.1.2017]. Dostupné z <https://www.csob.cz/portal/documents/10710/480613/emir-nova-evropska-regulace-obchodu-s-derivaty>
6. HÁJEK, O. *Finanční deriváty* [online]. Právnická fakulta UK, Allen & Overy. [cit. 8.1.2017]. Dostupné z <https://www.google.cz/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwiQ3dykxsXRAhVBIMAKHWrRB8kQFggbMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.prf.cuni.cz%2Fdokumenty-download%2F1404049768%2F&usg=AFQjCNETeakOENQLw2Ph1MiTQH3ajKOJYA&sig2=3ri4bOlU69jI1vlzCyZnHw>
7. HUSTÁK, Z. *Nařízení o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů (EMIR) - nový režim pro obchodování s deriváty* [online]. epravo.cz, BBH. [cit. 9.1.2017]. Dostupné z <http://www.epravo.cz/top/clanky/narizeni-o-otc-derivatech-ustrednich-protistranach>
8. *IFRS 9 Financial Instruments (replacement of IAS 39)* [online]. IFRS.org [cit. 27.12.2016]. Dostupné z <http://www.ifrs.org/current-projects/iasb-projects/financial-instruments-a-replacement-of-ias-39-financial-instruments-recognition/Pages/Financial-Instruments-Replacement-of-IAS-39.aspx>.
9. KRUPOVÁ, T. *Právní aspekty derivátů* [online]. Všehrd [cit. 7.1.2017]. Dostupné z <http://casopis.vsehrd.cz/2012/03/pravni-aspekty-derivatu/>.
10. MIKULA, O. *MiFID II: Co přinese update směrnice o trzích finančních nástrojů?* [online]. ksv.cz, Kocián, Šolc, Balašík. [cit. 9.1.2017]. Dostupné z

- http://www.ksb.cz/cs/novinky-publikace/clanky/2421_mifid-ii-co-prinese-update-smernice-o-trzich-financnich-nastroju
11. *Platné znění zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a měněných ustanovení dalších zákonů s vyznačením navrhovaných změn a doplnění* [online]. [cit. 11.1.2017]. Dostupné z http://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Navrh_2016_Platne-zneni-Zakon-implementujici-smernici-MiFID-II.pdf.
 12. *Prague interbank offered rate* je odhad úrokové sazby, za kterou by byla referenční banka ochotna poskytnout depozitum jiné bance na mezibankovním trhu. *Co je a co není PRIBOR* [online]. Česká národní banka. [cit. 7.10.2016]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2015/20150415_co_je_pribor.html.
 13. *Product Descriptions and Frequently Asked Questions* [online]. ISDA [cit. 27.12.2016]. Dostupné z <http://www.isda.org/educat/faqs.html>.
 14. SMOLKOVÁ, K. *Novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu* [online]. Epravo.cz, Císař, Češka, Smutný a spol. [cit. 7.1.2017]. Dostupné z <http://www.epravo.cz/top/clanky/novela-zakona-o-podnikani-na-kapitalovem-trhu-55271.html>.
 15. SUCHÁ, A. *Návrh nové evropské legislativy o trzích finančních nástrojů* [online]. Epravo.cz, Seddons. [cit. 9.1.2017]. Dostupné z <http://www.epravo.cz/top/clanky/navrh-nove-evropske-legislativy-o-trzich-financnich-nastroju-79554.html>.
 16. SZOSTOK, D. *Instrumenty finančního trhu a hypotéka jako věc v právním smyslu* [online]. Epravo.cz [cit. 7.1.2017]. Dostupné z <http://www.epravo.cz/top/clanky/instrumenty-financniho-trhu-a-hypoteka-jako-vec-v-pravnim-smyslu-101675.html>.
 17. *US GAAP versus IFRS: The basics* [online]. EY & Young, November 2012 [cit. 27.12.2016]. Dostupné z [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/IFRSBasics_BB2435_November2012/\\$FILE/IFRSBasics_BB2435_November2012.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/IFRSBasics_BB2435_November2012/$FILE/IFRSBasics_BB2435_November2012.pdf), str. 24.
 18. <http://www.ipravnik.cz/>
 19. <http://www.epravo.cz/>
 20. <http://www.judikatura.cz/>