

Univerzita Karlova v Praze  
Právnická fakulta

Vojtěch Laga

# **Moderní typy derivátů a jejich reflexe v platném právu**

**Diplomová práce**

Vedoucí diplomové práce: JUDr. Petr Kotáb

Katedra: Katedra finančního práva a finanční vědy

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): červen 2011

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

V Praze dne 30. června 2011

Podpis:

Děkuji tímto svému vedoucímu diplomové práce JUDr. Petru Kotábovi za jeho cenné rady a připomínky při psaní této práce.

# Obsah

Úvod.....	5
1. Obecný úvod do problematiky derivátů .....	8
1.1. Pojem derivátu .....	9
1.1.1. Definice derivátu .....	10
1.2 Právní podstata derivátů .....	16
1.2.1 Deriváty jako sázka a hra .....	19
1.3 Právní úprava derivátů v českém právu .....	22
1.4. Ekonomická funkce derivátů.....	29
1.4.1. Deriváty jako prostředek řízení rizika (zajištění).....	31
1.4.2. Deriváty jako nástroj spekulace .....	32
1.5 Dělení derivátů na tzv. „klasické“ a tzv. „moderní“ deriváty .....	33
1.5.1. Charakteristika tzv. „klasických“ derivátů.....	33
1.5.2. Charakteristika tzv. „moderních“ derivátů.....	34
1.6 Hlavní druhy „klasických“ derivátů.....	35
1.6.1. Druhy derivátů obecně .....	35
1.6.2. Forwardy .....	36
1.6.3. Futures .....	37
1.6.4. Swapy .....	39
1.6.5. Opce .....	41
1.6.6. Opční listy („Warranty“).....	42
1.7 Typy podkladových proměnných (underlying) a jejich zvláštnosti .....	42
2. Specifika moderních typů derivátů .....	44
2.1. Podkladová proměnná .....	45
2.2. Moderní deriváty jako kombinace základních typů derivátů .....	49
2.3. Exotické opce .....	51
3. Některé vybrané typy moderních derivátů .....	54
3.1. Deriváty na počasí .....	54
3.1.1. Důvody sjednávání derivátů na počasí.....	55
3.1.2. Specifika derivátů na počasí.....	56
3.2. Deriváty na emisní povolenky .....	57
3.2.1. Pojem emisních povolenek a zdroje jejich právní úpravy.....	57
3.3. Islámské deriváty .....	59
3.3.1. Obecně k islámskému právu.....	60
3.3.2. Islámské deriváty jako samostatná kategorie derivátů.....	61
4. Další vybrané typy moderních derivátů .....	62
4.1. Deriváty na energie.....	62
4.2. Úvěrové (kreditní) deriváty .....	63
4.3. Katastrofické deriváty.....	64
Závěr.....	66
Seznam zkratk .....	67
Seznam použité literatury a pramenů .....	68
Abstract/ Modern Types of Derivatives and its Reflection in the Positive Law .....	77
Resumé/ Moderní typy derivátů a jejich reflexe v platném právu .....	78
Klíčová slova.....	79

# Úvod

Deriváty jako nástroje finančního trhu zažily v posledních dvaceti letech téměř raketový růst. Přestože používání derivátů k zajištění před budoucím nárůstem či poklesem cen na kapitálových trzích má mnohem delší historii<sup>1</sup>, jejich skutečně masové používání v bankovním sektoru a na finančních trzích je fenoménem několika posledních desetiletí.

V těchto posledních deseti či dvaceti letech došlo nejen ke zvýšenému používání těchto nástrojů, ale také k celé řadě inovací v jejich konstrukci. Z více či méně relativně jednoduchých derivátových kontraktů (které bychom mohli zjednodušeně popsat jako závazek k určitému plnění v budoucnosti za předem stanovených podmínek, především ceny)<sup>2</sup> se staly mnohem komplikovanější nástroje, a to zejména díky dvěma jevům. Jednak se samotná konstrukce derivátových kontraktů stala složitější a výsledné plnění z kontraktu podmíněné či navázané na řadu proměnných faktorů, kde jakákoliv (někdy i sebemenší) změna i v jediném z nich má zásadní vliv na budoucí výnos z derivátu, jednak využívání různých kombinací a „řetězení“ jednotlivých druhů derivátů může vést k tomu, že subjekt, který sjednal více derivátových kontraktů, se lehce může dostat do situace, kdy sám zcela nerozumí pozici, ve které se nachází, a jaký vliv jednotlivé změny tržních ukazatelů mohou mít na jeho výnos z těchto derivátových kontraktů.

Tato diplomová práce by měla sloužit jako úvod do problematiky těchto „moderních“ či „exotických“<sup>3</sup> typů derivátů, protože v české literatuře je tato oblast až na několik málo zmínek v odborné literatuře či ojedinělých článků zcela opomíjena. Toto opomíjení je pochopitelné, neboť vzhledem k malému globálnímu významu ekonomiky České republiky a relativně menší ekonomické síle subjektů zdejšího kapitálového trhu nelze očekávat masové používání derivátů a obchodování s nimi u nás. Zároveň ovšem nelze opomíjet skutečnost, že mnoho subjektů i přesto různé druhy derivátových kontraktů uzavírá ať už jak na českém trhu, tak (a především) se zahraničními subjekty.

První část práce se zabývá obecným vymezením derivátů. V nejobecnější rovině lze říct, že právní podstatou derivátů je smlouvou založený závazkový právní vztah mezi dvěma a

---

<sup>1</sup> Nejstarší zmínky o kontraktech majících charakter derivátů jsou údajně již v Chammurabiho zákoníku (cca 1800 let př. n. l.), dále se pak uvádí příklady z antického Řecka. Počátek novodobého používání derivátů pak spadá zhruba do poloviny devatenáctého století, kdy byly používány jako prostředek k zajištění farmářů proti poklesu ceny hospodářských plodin. S těmito nástroji se posléze začalo obchodovat na derivátové burze v Chicagu. (JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 99-101).

<sup>2</sup> „Derivatives, at their simplest, allow two parties to agree on a future price for a given asset, for example, a purchase of foreign exchange.“ REINERT, Kenneth A., RAJAN, Ramkishen S., GLASS, Amy Jocelyn, DAVIS, Lewis S. The Princeton Encyclopedia of the World Economy. First Edition, Princeton University Press, 2009, p. 159.

<sup>3</sup> TAN, Chia Ch. Demystifying Exotic Products: Interest Rates, Equities and Foreign Exchange. This edition first published 2010, John Wiley & Sons Ltd, 2010, p. 13, 149.

více subjekty, jehož obsahem jsou vzájemná práva a povinnosti smluvních stran.<sup>4</sup> S takovou obecnou definicí si ovšem stěží vystačíme. Po bližším rozboru odborných i legislativních pokusů definovat deriváty docházím k závěru, že ačkoliv panuje obecná shoda ohledně základních typických znaků derivátů, které je odlišují od jiných nástrojů kapitálového trhu, jejich exaktní definice je velmi problematická, ne-li nemožná, a to, mimo jiné, i vzhledem k neustálému vývoji nových typů derivátů. V této kapitole se také zabývám právním vymezením derivátů v českém právu.

Druhá část se pak zabývá rozdíly tzv. „klasických“ derivátů vzhledem k derivátům „moderním“. Snažím se zde především srovnáváním vybraných charakteristik derivátů z obou skupin najít argumenty, proč je toto dělení platné, a poukázat na základní rozdíly mezi nimi.

Třetí část obsahuje základní výklad o některých vybraných typech moderních derivátů. Vzestup používání derivátů na počasí je fenoménem posledních asi deseti až patnácti let<sup>5</sup> a souvisí, mimo jiné, s vlivem globálních klimatických změn a snahou podniků zajistit se vůči nepříznivým vlivům počasí vyjádřeným prostřednictvím různých meteorologických ukazatelů. Emisní povolenky, zjednodušeně povolení opravňující svého majitele k vypouštění určitého množství škodlivých látek do ovzduší, jsou i v prostředí České republiky poměrně široce diskutovaným tématem. O islámských derivátech jako součásti islámského finančního systému („*islamic finance*“), které jsou v české literatuře zcela opomíjeny, se pak začalo více mluvit především v souvislosti s nedávnou globální finanční krizí a s poznatkem, že země s islámským právním systémem<sup>6</sup> byly vzhledem ke specifikům svého finančního systému schopny mnohem lépe absorbovat prudké výkyvy na globálních finančních trzích.

Čtvrtá část pak pojednává o některých dalších typech moderních derivátů, konkrétně o derivátech na energie, úvěrových derivátech a katastrofických derivátech.

Při zpracování zadaného tématu používal, jak už z povahy věci vyplývá, především metod kvalitativního výzkumu (a to metodu analytickou, deskriptivní i syntetickou). Použití kvantitativních metod nemělo vzhledem k zadanému tématu opodstatnění.

---

<sup>4</sup> KNAPPOVÁ, Marta. ŠVESTKA, Jiří. DVORÁK, Jan a kolektiv. Občanské právo hmotné 2. 4. vydání, ASPI, a.s., 2005, str. 29.

<sup>5</sup> „The weather derivatives market, in which contracts that provide this kind of insurance (*insurance against fluctuations in the weather*) are traded, first appeared in the US energy industry in 1996 and 1997.“ JEWSON, Stephen, BRIX, Anders, ZIEHMANN, Christine. *Weather Derivative Valuation: The Meteorological, Statistical, Financial and Mathematical Foundations*. First published in print format 2005, Cambridge University Press, 2005, p. 1.

<sup>6</sup> Islámský právní systém je vedle právního systému kontinentálního a právního systému angloamerického třetím největším typem právní kultury na světě. KNAPPOVÁ, Marta. ŠVESTKA, Jiří. DVORÁK, Jan a kolektiv. Občanské právo hmotné 1. 4. vydání, ASPI, a.s., 2005, str. 78, 86. Shodně GERLOCH, Aleš. *Teorie práva*. Páté upravené vydání, nakladatelství Aleš Čeněk, 2009, str. 106.

Práce se zabývá především obecným vymezením derivátů, jejich druhy a zvláštnostmi. Stranou tedy zůstává (nebo je upozaděn) jejich vývoj, regulace, a smluvní dokumentace.<sup>7</sup> Práce nepoužívá tabulek a grafů, vzhledem k tématu práce by různé, především ekonomicky zaměřené grafy a tabulky stěží měly přidanou hodnotu. Drobnou poznámkou k citování použité literatury je, že internetové zdroje v poznámkách pod čarou jsou z důvodu délky a „nepřehlednosti“ webových odkazů citovány zkráceně. Úplná citace těchto zdrojů je uvedena v seznamu použité literatury a pramenů na konci práce.

U některých druhů derivátů je uveden pouze jejich anglický název. Je tomu tak pro především pro nedostatek ustálené české terminologie a překládání veškerých anglických termínů do českého jazyka by mohlo být matoucí. Navíc se některé názvy již vžily pod jejich anglickým označením.

Cílem této práce je poukázat nejen na to, že vzhledem ke své důležitosti by deriváty patrně měly být vymezeny a regulovány pozitivním právem v relativně větším rozsahu, než jak je tomu doposud, ale i na to, že vzhledem ke značné dynamičnosti vývoje derivátů a neustálým inovacím na kapitálových trzích (obecně známý je poznatek, že regulátor je „vždy o krok pozadu“ za vynalézavostí účastníků kapitálového trhu) je legislativní „podchycení“ derivátů velmi složitý a nelehký úkol.

---

<sup>7</sup> Nejdůležitějším nástrojem smluvní dokumentace (OTC) derivátů je tzv. ISDA (International Swaps and Derivatives Association) Master Agreement z roku 2002.

# 1. Obecný úvod do problematiky derivátů

Deriváty představují poměrně kontroverzní téma. Zatímco jedné skupině účastníků kapitálového trhu umožňují dosahovat obrovských zisků, druhé skupině zpravidla způsobují velké ztráty. V souvislosti s nedávnou globální finanční krizí se používání derivátů stalo poměrně široce diskutovaným tématem, přičemž se objevilo mnoho hlasů volajících po jejich přísnější regulaci.<sup>8</sup> Mnozí také používání derivátů uváděli jako jednu z hlavních příčin finanční krize. Deriváty hrají užitečnou a důležitou roli při zajišťování a řízení rizik, ale také představují určitá rizika pro stabilitu finančních trhů a tím pro celou ekonomiku.<sup>9</sup> Navzdory velkým prohlášením se ale ve skutečnosti zatím na používání derivátů mnoho nezměnilo, a tak „významné části derivátových trhů nejsou regulované, nebo existující regulace plně nezahrnuje rizika, která deriváty představují ve vypjatých situacích, kdy zvyšují systémové riziko.“<sup>10</sup> Současně je používání derivátů a vznik derivátových trhů doménou především vyspělých ekonomik, protože ke svému fungování potřebují ustálené a dobře fungující trhy s podkladovými instrumenty, od kterých jsou deriváty odvozeny.<sup>11</sup>

V podmínkách České republiky používání derivátů příliš rozšířeno není, což je dáno menší ekonomickou silou zdejších podnikatelských subjektů (uvádí se, že používání derivátů k zajišťování položek nižších než 200 mil. Kč nemá praktický smysl protože náklady na zajištění jsou v těchto případech tak vysoké, že převyšují užitek ze zajišťování<sup>12</sup>).

---

<sup>8</sup> „As a consequence of the credit crisis of 2008, there is probably no other period in recent financial history where derivatives have received the same amount of negative publicity as today“. TAN, Chia Ch. *Demystifying Exotic Products: Interest Rates, Equities and Foreign Exchange*. This edition first published 2010, John Wiley & Sons Ltd, 2010, p. xi.

<sup>9</sup> „Derivatives play a useful and important role in hedging and risk management, but they also pose several dangers to the stability of financial markets and thereby the overall economy.“ DODD, Randall. *Derivatives Markets: Sources of Vulnerability in U.S. Financial Markets*. Paper of the Financial Policy Forum – Derivatives Study Center. Washington. Updated May, 2004, p. 1.

<sup>10</sup> „Large parts of these derivative markets are not regulated, nor have existing regulations fully incorporated the risks that derivatives pose in situations of stress, when they can add to systemic risk.“ REINERT, Kenneth A., RAJAN, Ramkishan S., GLASS, Amy Jocelyn, DAVIS, Lewis S. *The Princeton Encyclopedia of the World Economy*. First Edition, Princeton University Press, 2009, p. 159. Shodně Josef Jílek: „Deriváty jsou dnes ve světě regulovány pouze prostřednictvím kapitálové přiměřenosti, a to jak u bank, tak i u obchodníků s cennými papíry. U jiných jednotek (penzijní fondy, podílové fondy, pojišťovny, nefinanční instituce a veřejné instituce) nejsou deriváty regulovány vůbec. JÍLEK, Josef. *Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti*. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2006, str. 255.

<sup>11</sup> „Derivative financial markets are normally the last to emerge since they rely on well-functioning markets in the underlying instruments on which the derivatives are based.“ REINERT, Kenneth A., RAJAN, Ramkishan S., GLASS, Amy Jocelyn, DAVIS, Lewis S. *The Princeton Encyclopedia of the World Economy*. First Edition, Princeton University Press, 2009, p. 996.

<sup>12</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 79.



S některými kontrakty typu futures se obchoduje na Burze cenných papírů Praha (přestože jde o malé objemy a tyto kontrakty mají nízkou likviditu) a některé deriváty jsou uzavírány přímo bankami či jinými podniky na individuální bázi (*over-the-counter*). Přesto jsou deriváty v České republice jedním z důležitých nástrojů kapitálového trhu a nemohou zůstat právem zcela opomíjeny.

### **1.1. Pojem derivátu**

Slovo derivát znamená ve svém neobecnějším významu „pocházející z jiného, odvozený od něčeho předešlého; druhotné; to, co nemá svůj původ v sobě samém, ale existuje díky něčemu předcházejícímu.“<sup>13</sup>

Znamená to, že deriváty nemohou existovat (nemají žádnou hodnotu) samy o sobě, ale k jejich fungování je potřeba existence nějaké jiné hodnoty či ukazatele, ke které se deriváty vztahují. Tato hodnota či ukazatel se pak nazývá báze (základní) nebo podkladový instrument či aktivum.<sup>14</sup> Hodnota derivátu (či jeho tržní cena) má proto korelaci s hodnotou (tržní cenou) příslušného báze instrumentu a je vůči němu nepřetržitě porovnávána.<sup>15</sup>

Učebnice finančního práva uvádí, že „Finanční i jiné deriváty jsou součástí širší skupiny moderních finančních institutů nazývaných „*finanční inovace*“ (zvýraznění původní), do níž se vedle instrumentů finančního trhu řadí také nové a netradiční bankovní produkty.<sup>16</sup> Encyklopedie financí pak pojem finanční inovace („*financial innovation*“) definuje jako „neustálý vývoj nových finančních produktů, služeb a technologií k poskytování zboží a služeb.“<sup>17</sup>

Deriváty, zejména pak ty modernější, bychom také mohli označit jako produkt finančního inženýrství („*financial engineering*“), neboli „vytváření nových finančních

---

<sup>13</sup> „Derivative: Coming from another; taken from something preceding; secondary; that which has not its origin in itself, but owes its existence to something foregoing.“ BLACK, Henry Campbell. A Law Dictionary. Second Edition, West Publishing Co., 1910.

<sup>14</sup> BAKEŠ, KARFÍKOVÁ, KOTÁB, MARKOVÁ a kolektiv. Finanční právo. 5. upravené vydání, C. H. Beck, 2009, str. 428.

<sup>15</sup> BAKEŠ, KARFÍKOVÁ, KOTÁB, MARKOVÁ a kolektiv. Finanční právo. 5. upravené vydání, C. H. Beck, 2009, str. 428.

<sup>16</sup> BAKEŠ, KARFÍKOVÁ, KOTÁB, MARKOVÁ a kolektiv. Finanční právo. 5. upravené vydání, C. H. Beck, 2009, str. 429.

<sup>17</sup> „Financial Innovation: The continuous development of new financial products, services and technology to deliver products and services.“ LEE, Cheng F., LEE, Alice C. Encyclopedia of Finance. First Edition, Springer, 2006, p. 120.

nástrojů kombinováním jiných derivátů, nebo obecněji, používáním metod oceňování derivátů<sup>18</sup>

Deriváty se používají především jako nástroje řízení rizik („*risk management*“)<sup>19</sup>. Určitý (podnikatelský) subjekt tedy používáním derivátů může ovlivňovat míru rizik, kterým podléhá.<sup>20</sup> Tento subjekt může mít motivaci buď míru rizika snížit (tento proces se označuje jako zajišťování), nebo naopak zvýšit (tento proces se označuje jako spekulace).<sup>21</sup>

V souvislosti s používáním derivátů se také často mluví o tzv. pákovém efektu („*leverage effect*“), který je s používáním derivátů spojen. Pákový efekt je označení pro jev, kdy prostřednictvím derivátu je možné s poměrně malými kapitálovými náklady (náklady na pořízení derivátu, které jsou obvykle jen zlomkem ceny podkladového instrumentu) získat práva k cenným papírům či jiným podkladovým aktivům mnohem větší hodnoty a s mnohem větším ziskovým potenciálem.<sup>22</sup> Pákový efekt tedy prostřednictvím relativně malých nákladů umožňuje dosáhnout relativně vysokých zisků, ale jelikož pákový efekt může působit i opačným směrem, může také znamenat způsobení velkých ztrát. Pákového efektu lze docílit především půjčkou části finančních prostředků na pořízení derivátu (deriváty je ovšem nutné odlišovat od tzv. maržových obchodů).<sup>23</sup> Míra do které podnik využívá finanční páky je také ukazatelem toho, do jaké míry spoléhá na dluhové financování.<sup>24</sup>

### 1.1.1. Definice derivátu

Pokud bychom se snažili najít obecnou (univerzální) či vyčerpávající definici pojmu derivát v odborné literatuře, poměrně brzy bychom zjistili, že většina odborné literatury

---

<sup>18</sup> „Financial Engineering: Creating new financial instruments by combining other derivatives or more generally, by using derivatives pricing techniques.“ LEE, Cheng F., LEE, Alice C. Encyclopedia of Finance. First Edition, Springer, 2006, p. 120. Shodně Kolb: „The process of building more complex financial derivatives from the elemental blocks is referred to as financial engineering.“ KOLB, Robert W., OVERDAHL, James A. Financial Derivatives. First Edition, John Wiley & Sons, Inc., 2003, p. 13.

<sup>19</sup> „Risk management: The active use of derivatives and other techniques to alter risk and protect profitability.“ LEE, Cheng F., LEE, Alice C. Encyclopedia of Finance. First Edition, Springer, 2006, p. 236.

<sup>20</sup> To se může projevit mimo jiné v tzv. „ratingovém hodnocení“ tohoto subjektu.

<sup>21</sup> K tomu blíže viz kapitolu Ekonomická funkce derivátů.

<sup>22</sup> BAKEŠ, KARFÍKOVÁ, KOTÁB, MARKOVÁ a kolektiv. Finanční právo. 5. upravené vydání, C. H. Beck, 2009, str. 429.

<sup>23</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 40.

<sup>24</sup> „Financial leverage defines extent to which a firm relies on debt.“ LEE, Cheng F., LEE, Alice C. Encyclopedia of Finance. First Edition, Springer, 2006, p. 120.

k tomuto tématu ji nejenže neobsahuje, ale jejich autoři se o ni většinou ani nepokoušejí.<sup>25</sup> Většinou začínají výčtem hlavních druhů derivátů<sup>26</sup> a jejich odlišností, nebo výčtem jejich různých podkladových aktiv či druhu zajišťovaného rizika. Pokusy o obecnější vymezení tohoto pojmu však většinou chybí. Pokud již nějaké definice existují, pak se jedná na jedné straně o definice fragmentární, které staví na zvýrazňování rozdílů mezi jednotlivými druhy derivátů či jejich podkladovými aktivy, případně jinými veličinami; na druhé straně pak definice tak široké, že stěží mají dostatečnou míru vypovídací hodnoty o svém předmětu.<sup>27</sup> Jednu z takových definic pro ilustraci uvádím níže:

*„Derivát je obecný (generický) pojem pro označení celé škály produktů, které jsou obchodovány buď jako kótované instrumenty na burze, nebo jako instrumenty uzpůsobené pro jednotlivé subjekty („na míru“) a sjednávány přímo mezi protistranami.“<sup>28</sup>*

Označení „celá škála produktů“ nám k porozumění postaty derivátů příliš nepomůže, stejně tak rozdělení derivátů na deriváty obchodované na burze a sjednávány individuálně. Tato definice v podstatě říká jen to, že derivát je označení používané pro určité produkty kapitálového trhu.

Důvody absence obecné definice mohou být různé. Jednak jsou deriváty v právu relativně novějším institutem, mohli bychom proto říct, že právní či ekonomická věda neměla ještě dostatek času pro vytvoření obecně platné definice tohoto institutu. Jiným důvodem by mohl být značně dynamický vývoj různých druhů derivátů, zejména v posledních letech (zde lze ovšem namítnout že nové druhy derivátů jsou většinou pouze modifikací těch starších, a tedy že se nemění pojmový obsah tohoto institutu). Dalším důvodem může být jednoduše to, že ti, kterým jsou tyto odborné knihy především určeny (většinou různí burzovní obchodníci či zaměstnanci bank a jiných finančních institucí,

---

<sup>25</sup> V (zahraniční) odborné literatuře, která tvoří podklad této diplomové práce (viz Seznam použité literatury a pramenů), se autoři jen výjimečně snaží o obecné vymezení pojmu derivát.

<sup>26</sup> např. ani definici Philipa Wooda, jednoho z předních světových odborníků v oblasti mezinárodní financí, nelze považovat za vyčerpávající, když říká, že „Deriváty jsou obecný pojem používaný k označení kontraktů futures, opcí, swapů a různých dalších podobných transakcí. („Derivatives is a generic term used to describe futures, options, swaps and various other similar transactions.“) WOOD, Philip. *Law and Practise of International Finance*. First Edition, Sweet & Maxwell, 2008, p. 425.

<sup>27</sup> Obecné východisko jakékoliv definice je, že se snaží postihnout určitou množinu v jistých ohledech různorodých jevů, které ovšem mají určité vlastnosti společné. Hledání „ideální definice“ je potom vlastně hledáním míry mezi obecností a popisností této definice.

<sup>28</sup> „‘Derivatives’ is the generic term used for a whole host of products that are traded either as listed products on an exchange or as bespoke, tailored products negotiated over-the-counter (directly between the counterparties).“ LOADER, David. *Clearing and Settlement of Derivatives*. First Published 2005, Elsevier Butterworth-Heinemann, 2005, p. 15.

kteří s deriváty přímo pracují, např. kteří je sjednávají) mají z praxe o derivátech dostatečné povědomí, a tedy žádnou obecnou definici nepotřebují.

O něco lepší definici, než je definice uvedená výše, obsahuje Encyklopedie financí<sup>29</sup>, která derivát vymezuje jako

*„Finanční instrument (nástroj), jehož hodnota je odvozena od specifických vlastností podkladového aktiva nebo nástroje.“<sup>30</sup>*

To je již lepší definice než definice uvedená výše – na rozdíl od ní obsahuje jeden z podstatných znaků derivátů, a to jeho odvozenost od bázeckého instrumentu. Stále je však neúplná – neobsahuje totiž další obecně uznávané znaky derivátů (viz níže).

Pokus o definici v právní literatuře při použití právních pojmů vypadá o něco uspokojivěji. Kniha Finanční právo<sup>31</sup> uvádí:

*„Finanční deriváty představují obecně právo, resp. povinnost na nákup nebo prodej v určitém čase určitého finančního instrumentu běžně obchodovaného na trhu, jako jsou cenné papíry a peníze cizích měn, apod. nebo na peněžní vypořádání odvislé od hodnoty úrokové míry, měnového kurzu, finančního indexu atd.“<sup>32</sup>*

Zde je především důležité, že (přestože tak není uvedeno přímo), lze z této definice dovodit (z odkazu na právo či povinnost k nákupu či prodeji), že právní podstatou derivátu je *závazkový právní vztah*.<sup>33</sup>

### **Definice derivátů v účetních standardech**

Patrně nejpropracovanější definici derivátů obsahují různé účetní standardy, což vyplývá především z povahy účetnictví a jeho potřeby přesného dělení a kategorizace. Mezi svým významem celosvětově nejdůležitější účetní standardy se řadí Americké všeobecně uznávané účetní zásady (souhrnně označované jako US GAAP, tzv. „americký standard“) a Mezinárodní standardy účetního výkaznictví (IFRS, tzv. „mezinárodní

---

<sup>29</sup> LEE, Cheng F., LEE, Alice C. Encyclopedia of Finance. First Edition, Springer, 2006.

<sup>30</sup> „Derivative: A financial instrument whose value is determined by the specific features of the underlying asset or instrument.“ LEE, Cheng F., LEE, Alice C. Encyclopedia of Finance. First Edition, Springer, 2006, p. 87.

<sup>31</sup> BAKEŠ, KARFÍKOVÁ, KOTÁB, MARKOVÁ a kolektiv. Finanční právo. 5. upravené vydání, C. H. Beck, 2009.

<sup>32</sup> BAKEŠ, KARFÍKOVÁ, KOTÁB, MARKOVÁ a kolektiv. Finanční právo. 5. upravené vydání, C. H. Beck, 2009, str. 428.

<sup>33</sup> „... závazkový (obligační) právní vztah je takový druh občanskoprávních vztahů, v němž jeden subjekt má postavení věřitele (kreditora), tj. toho, kdo má právo (oprávnění) od druhého něco požadovat (pohledávka), a druhý subjekt má postavení dlužníka (debitora), tj. toho, kdo je povinen věřiteli to, co je věřitel oprávněn od něho žádat, poskytnout (dluh).“ KNAPPOVÁ, Marta. ŠVESTKA, Jiří. DVOŘÁK, Jan a kolektiv. Občanské právo hmotné 2. 4. vydání, ASPI, a.s., 2005, str. 65, 66.

standard“).<sup>34</sup> V jejich rámci existuje velké množství jednotlivých relativně samostatných standardů, přičemž účtování derivátů v amerických standardech je obsaženo ve standardu FAS 133 (někdy označován též jako SFAS 133)<sup>35</sup> a v mezinárodních standardech ve standardu IAS 39. Poněkud menší význam mají české účetní postupy, které jsou (s menšími modifikacemi) provedením standardu IAS 39.<sup>36</sup>

Podle amerického účetního standardu FAS 133 je vymezení derivátu následující:

*„6. Derivát je finanční nástroj nebo jiný kontrakt se všemi třemi následujícími znaky:*

*a. Má 1.) jednu či více podkladových aktiv/hodnot (či souhrnně proměnných) („underlyings“)<sup>37</sup> a 2.) jednu či více jmenovitých hodnot („notional amounts“, „face amounts“)<sup>38</sup> či platebních ustanovení („payment provisions“) nebo obou. Tyto podmínky jsou určující pro vypořádací částku či vypořádací částky a v některých případech určují, zda je vypořádání požadováno nebo zda vypořádání požadováno není.*

*b. Nevyžaduje počáteční čistou investici anebo vyžaduje počáteční čistou investici, která je ovšem nižší, než jaká by jinak byla potřebná pro jiné kontrakty s podobnými reakcemi na změny tržních faktorů.*

*c. Jeho podmínky vyžadují nebo umožňují čisté vypořádání, může být snadno čisté vypořádání prostředky mimo kontrakt nebo obsahuje ustanovení<sup>39</sup> o dodávce aktiva, při které příjemce není v situaci<sup>40</sup> podstatně odlišné od čistého vypořádání.“<sup>41</sup>*

---

<sup>34</sup> Znamenáčková, Zuzana. Porovnání účtování derivátů a zajištění podle IFRS a US GAAP standardů. Diplomová práce. Univerzita Karlova v Praze, Fakulta sociálních věd, Institut ekonomických studií, 2007.

<sup>35</sup> Financial Accounting Standards Board of the Financial Accounting Foundation. *Statement of Financial Accounting Standards No. 133 (Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities)*. June 1998.

<sup>36</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 35.

<sup>37</sup> Do českého jazyka bohužel výstižný termín „underlying“ nelze přeložit jedním slovem, překládá se tedy většinou jako „podkladové aktivum“ nebo „podkladová hodnota“. Více viz kapitolu typy podkladových proměnných a jejich zvláštnosti.

<sup>38</sup> „Notional amount: The dollar amount used as a scale factor in calculating payments for a forward contract, futures contract, or swap.“ LEE, Cheng F., LEE, Alice C. *Encyclopedia of Finance*. First Edition, Springer, 2006, p. 193. Jedná o publikaci vydanou v USA, slovo „dollar“ bychom tedy mohli vypustit, protože měna, ve které je jmenovitá hodnota vyjádřena, není v tomto kontextu podstatná.

<sup>39</sup> Josef Jílek uvádí překlad „či dojde k dodávce aktiva“. To dle mého názoru není zcela přesný překlad, protože důležitá je existence ustanovení v kontraktu, které zaručuje *možnost* dodávky aktiva, a nikoliv to, že k dodávce samotné skutečně dojde. JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 25. Shodně viz Linhart: „... podmínkou, kterou tedy musí deriváty ... splnit, aby se jednalo o investiční nástroje, je právo alespoň jedné strany na vypořádání derivátu v penězích. Podle zákona není nutné, aby

Tato definice je „nesporně nejpodrobnější a nejpropracovanější existující definice derivátů.“<sup>42</sup>

Podle mezinárodního účetního standardu IAS 39 je vymezení derivátu následující:

*„Derivát je finanční nástroj:*

*(a) jehož hodnota se mění v závislosti na změně úrokové míry, cen cenných papírů, cen komodit, měnovém kurzu, cenovém indexu, úvěrovém hodnocení, úvěrovém indexu nebo podobné proměnné (underlying);*

*(b) který nevyžaduje žádnou nebo nízkou počáteční investici vzhledem k jiným kontraktům, které reagují podobně na změnu tržních podmínek;*

*(c) který se vypořádá k datu v budoucnosti.“*<sup>43</sup>

V souvislosti se standardem IAS 39 je nutné připomenout, že v současné době probíhá proces jeho nahrazování novým standardem označeným jako „IFRS 9“.<sup>44</sup> Jako jeden z důvodů tohoto nahrazení je uváděna přílišná složitost standardu IAS 39. Nový standard IFRS 9 bude platit pro všechna finanční aktiva, která v současnosti spadají do působnosti IAS 39 (tedy i deriváty).<sup>45</sup> Jelikož IFRS 9 velké množství svých ustanovení

---

k peněžnímu vypořádání došlo pokaždé, vždy však musí mít alespoň jedna ze stran transakce právo takové volby.“ LINHART, Petr. Problematika obchodování s povolenkami skleníkových plynů z pohledu teplotnictví. Prezentace. Teplotnické sdružení České republiky.

<sup>40</sup> Josef Jílek uvádí překlad „v pozici“. Jelikož odstavec c. článku 6 pojednává o vypořádání, je patrně lepší použít slovo „situace“, neboť jinak může snadno dojít k nedorozumění vzhledem k zaujímání krátkých a dlouhých *pozic* stranami derivátového kontraktu. JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 25.

<sup>41</sup> “6. A derivative instrument is a financial instrument or other contract with all three of the following characteristics: a. I t has (1) one or more underlyings and (2) one or more notional amounts or payment provisions or both. Those terms determine the amount of the settlement or settlements, and, in some cases, whether or not a settlement is required. b. I t requires no initial net investment or an initial net investment that is smaller than would be required for other types of contracts that would be expected to have a similar response to changes in market factors. c. I ts terms require or permit net settlement, it can readily be settled net by a means outside the contract, or it provides for delivery of an asset that puts the recipient in a position not substantially different from net settlement.” Financial Accounting Standards Board of the Financial Accounting Foundation. Statement of Financial Accounting Standards No. 133 (Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities). June 1998, Article 6.

<sup>42</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 24.

<sup>43</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 36.

<sup>44</sup> IFRS 9 bude závazný od 1. ledna 2013.

<sup>45</sup> Newsletter společnosti Ernst & Young, IFRS 9: IASB vydala první část standardu nahrazujícího IAS 39. Číslo 60, listopad 2009, str. 1.

přebírá z IAS 39, nedají se očekávat žádné dramatické změny v definici derivátu podle tohoto účetního standardu.<sup>46</sup>

Tyto dvě definice podle amerického a mezinárodního účetního standardu můžeme vzhledem ke třem základním prvkům, které obsahují, zjednodušeně označit jako tzv. „tříprvkové definice“. Pokud vzájemně porovnáme jednotlivé prvky těchto definic, zjistíme, že v prvním prvku (podkladová hodnota) a druhém prvku (žádná či nízká počáteční investice) jsou velmi podobné. Ve třetím prvku se pak liší, když americký standard operuje s čistým vypořádáním a mezinárodní standard jednoduše uvádí pouze to, že derivát se vypořádává k určitému datu v budoucnosti. Josef Jílek k tomu uvádí, že „I když díky definice derivátu podle IAS je mírně odlišná od definice podle FAS 133, ... ve skutečnosti obsahem obou definic je prakticky stejná množina finančních nástrojů.“<sup>47</sup>

České účetní standardy jsou v podstatě pouze přeformulováním standardu IAS 39. Navíc ovšem obsahují výčet smluv, které se za deriváty nepovažují. Za deriváty se podle českých účetních standardů nepovažují:

- a) *repo obchody;*
- b) *smlouvy o koupi, nájmu (pronájmu) nebo prodeji hmotného majetku, nehmotného majetku, zásob s výjimkou komodit, se kterými se obchoduje nebo může obchodovat na sekundárním trhu, např. zemědělské produkty, nerostné produkty (včetně ropy), drahé kovy a energie, kdy jedna ze smluvních stran je oprávněna finančně se vypořádat. Výjimka se nevztahuje na smlouvy o komoditách sjednané za účelem koupě, prodeje nebo užívání komodity, u nichž se očekává, že budou vypořádány dodáním komodity;*
- c) *smlouvy o koupi nebo prodeji vlastních akcií, které budou vypořádány dodáním vlastních akcií;*
- d) *smlouvy, které vyžadují úhradu v souvislosti s klimatickými, geologickými nebo jinými fyzikálními faktory, obvykle považované za pojistky. Splatná částka v těchto případech vychází z výše ztráty vzniklé v účetní jednotce.<sup>48</sup>*

Vzájemný vztah amerických, mezinárodních a českých účetních standardů lze z pohledu českého subjektu vyjádřit tak, že „praktické otázky, které není možné vyřešit

---

<sup>46</sup> Co se mění je účtování tzv. vložených derivátů („embedded derivatives“), tedy derivátů, které jsou součástí složeného (finančního) nástroje. Standard IFRS 9 nepracuje s pojmem vložené deriváty, který se používá v IAS 39. Deloitte, Účetní zpravodaj: Novinky z oblasti českého účetnictví, IFRS a US GAAP. Rada IASB vydává standard IFRS 9 – Finanční nástroje. Prosinec 2009, str. 4.

<sup>47</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 34.

<sup>48</sup> České účetní standardy pro účetní jednotky, které účtují podle vyhlášky č. 501/2002 Sb., ve znění pozdějších předpisů („České účetní standardy pro finanční instituce“), standard č. 110 – Deriváty.

podle českých účetních předpisů, je třeba analyzovat nejprve v IAS a pokud ani tam nelze nalézt odpověď, je třeba vycházet z US GAAP.<sup>49</sup>

## 1.2 Právní podstata derivátů

Právní podstatou derivátu je tedy závazkový právní vztah.<sup>50</sup> Právním důvodem (titulem) vzniku<sup>51</sup> tohoto závazkového právního vztahu je v případě derivátů *smlouva*<sup>52</sup>, tedy „dvoustranný, resp. vícestranný právní úkon, k jehož vzniku je třeba shodného projevu vůle (dohody – konsenzu) dvou, resp. více smluvních stran, ohledně celého obsahu smlouvy“<sup>53</sup>.

Občanský zákoník (dále jen „ObčZ“) ani jiná právní norma zvláštní právní úpravu „derivátové smlouvy“ či „smlouvy o derivátu“ neupravuje, smlouva, kterou se derivát sjednává, je tedy smlouvou nepojmenovanou (inominátní).<sup>54</sup> Možnost stran derivátového kontraktu tento kontrakt uzavřít jako projev autonomie jejich vůle je vyjádřením zásady smluvní svobody (volnosti) stran jako jedné z hlavních zásad smluvního závazkového práva.<sup>55</sup> Výslovným vyjádřením této zásady v ObčZ je § 3 odst. 3 ObčZ, který stanoví, že „*Účastníci občanskoprávních vztahů si mohou vzájemná práva a povinnosti upravit*

---

<sup>49</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 35, pozn. 24.

<sup>50</sup> Závazkový (obligační) právní vztah je takový druh ... vztahů, v němž jeden subjekt má postavení věřitele, tj. toho, kdo má právo od druhého něco požadovat (pohledávka), a druhý subjekt má postavení dlužníka, tj. toho, kdo je povinen věřiteli to, co je věřitel oprávněn od něho žádat, poskytnout (dluh). KNAPPOVÁ, Marta. ŠVESTKA, Jiří. DVOŘÁK, Jan a kolektiv. Občanské právo hmotné 2. 4. vydání, ASPI, a.s., 2005, str. 65, 66.

<sup>51</sup> „Ke vzniku, změně či zániku konkrétního právního vztahu ... musí nastat okolnost (okolnosti), se kterou právní norma spojuje vznik ... právního vztahu. Tyto okolnosti (spolu s právními normami *právní tituly* vzniku ... práv a povinností, a tedy právního vztahu) nazýváme právní skutečností.“ GERLOCH, Aleš. Teorie práva. Páté upravené vydání, nakladatelství Aleš Čeněk, 2009.

<sup>52</sup> § 489 ObčZ stanoví, že „Závazky vznikají z právních úkonů, zejména ze smluv, jakož i ze způsobené škody, z bezdůvodného obohacení nebo z jiných skutečností uvedených v zákoně.“ Stěží si pak lze představit vznik derivátu z jiného právního titulu než ze smlouvy.

<sup>53</sup> KNAPPOVÁ, Marta. ŠVESTKA, Jiří. DVOŘÁK, Jan a kolektiv. Občanské právo hmotné 2. 4. vydání, ASPI, a.s., 2005, str. 29.

<sup>54</sup> § 491 odst. 1 ObčZ stanoví, že „Závazky vznikají zejména ze smluv tímto zákonem výslovně upravených; mohou však vznikat i z jiných smluv v zákoně neupravených (§ 51) a ze smíšených smluv obsahujících prvky různých smluv.“ § 51 ObčZ pak stanoví, že „Účastníci mohou uzavřít i takovou smlouvu, která není zvláště upravena; smlouvy však nesmí odporovat obsahu nebo účelu tohoto zákona.“ Jako inomínátní smlouvu pak můžeme označit smlouvu, kterou smluvní strany uzavřou, ačkoliv zákon takovou smlouvu jako typovou neupravuje. KUDRNA, Karel. Smlouva typová, inomínátní a smíšená. Bulletin advokacie, 2001, číslo 8, str. 55.

<sup>55</sup> KNAPPOVÁ, Marta. ŠVESTKA, Jiří. DVOŘÁK, Jan a kolektiv. Občanské právo hmotné 2. 4. vydání, ASPI, a.s., 2005, str. 30 a násl.



*dohodou odchylně od zákona, jestliže to zákon výslovně nezakazuje a jestliže z povahy ustanovení zákona nevyplývá, že se od něj nelze odchýlit.*<sup>56</sup>

Při kvalifikaci smlouvy o derivátu jako inominátní smlouvy je třeba ovšem pamatovat ještě na ustanovení § 853 ObčZ, které říká, že „*Občanskoprávní vztahy, pokud nejsou zvláště upraveny ani tímto, ani jiným zákonem, se řídí ustanoveními tohoto zákona, která upravují vztahy obsahem i účelem jim nejbližší.*“ Primárně bychom se tedy měli snažit o subsumpci smlouvy o derivátu pod některý smluvní typ<sup>57</sup> výslovně upravený v ObčZ (případě v jiném zákoně). Jako svým účelem nejbližší se jeví kupní smlouva<sup>58</sup> či pojistná smlouva.<sup>59</sup>

Při této subsumpci jde o porovnávání jednotlivých typových znaků obou smluv. Aby určitá smlouva (v našem případě derivátový kontrakt) mohla být subsumována pod zákonem upravený smluvní typ, měla by naplňovat všechny jeho typové znaky. Z toho můžeme obráceně dovodit, že derivátový kontrakt může mít určité znaky jiných, zákonem výslovně upravených smluvních typů, a přesto tímto smluvním typem nebýt.<sup>60</sup>

Kupní smlouvu vymezuje ObčZ v § 588 následovně:

*„Z kupní smlouvy vznikne prodávajícímu povinnost předmět koupě kupujícímu odevzdat a kupujícímu povinnost předmět koupě převzít a zaplatit za něj prodávajícímu dohodnutou cenu.“*

S jistou dávkou fantazie bychom si snad mohli představit, že strany derivátového kontraktu si „odevzdávají“ a „přebírají“ převáděné riziko, ovšem úprava kupní smlouvy na derivátový kontrakt příliš nesedí<sup>61</sup> (nesrovnalostí při pokusu podřadit smlouvu o derivátu pod kupní smlouvu existuje více, např. zdali riziko je způsobilé být předmětem koupě, určitost způsobu stanovení kupní ceny, někdy „kupní cena“ při sjednání derivátu ani není

---

<sup>56</sup> Toto ustanovení je rozvedením ustanovení čl. 2 odst. 3 LZPS, kde se stanoví, že „*Každý může činit, co není zákonem zakázáno, a nikdo nesmí být nucen činit, co zákon neukládá.*“

<sup>57</sup> Pojem „smlouva typová“ není v rámci českého právního řádu nikde vymezen. Smlouvou typovou se v teorii rozumí smlouva, která je v zákoně výslovně upravena. KUDRNA, Karel. Smlouva typová, inominátní a smíšená. Bulletin advokacie, 2001, číslo 8, str. 53.

<sup>58</sup> § 588 a násl. ObčZ.

<sup>59</sup> Zákon č. 37/2004 Sb., o pojistné smlouvě a o změně souvisejících zákonů, ve znění pozdějších předpisů.

<sup>60</sup> Samotné označení smlouvy není důležité, smlouva se posuzuje podle svého obsahu.

<sup>61</sup> Zavádějící v tomto ohledu může být skutečnost, že např. u opce se strany opce běžně označují jako kupující a prodávající.

známa, protože vyplývá až ze závěrečného vyrovnání při ukončení derivátu, ekvivalentnost směny atd.)<sup>62</sup>.

Pojistná smlouva je v § 2 zákona o pojistné smlouvě vymezena tak, že:

*„Pojistná smlouva je smlouvou o finančních službách, ve které se pojistitel zavazuje v případě vzniku nahodilé události poskytnout ve sjednaném rozsahu plnění a pojistník se zavazuje platit pojistiteli pojistné.“*

Zde je vzájemné odlišení již těžší, nicméně dva základní rozdíly jsou, že u pojistné smlouvy je nutný tzv. pojišťovací zájem, což znamená, že u pojistné smlouvy pojistník musí mít ztrátu, aby mu vznikla pohledávka za prodávajícím „pojištění“ a že u pojistné smlouvy poskytovateli pojištění po plnění z pojištění vzniká pohledávka (regres) za referenčním subjektem, pokud existuje.<sup>63</sup>

Jak uvedeno výše, české účetní standardy pak stanoví, že určité (dle svých parametrů blíže specifikované) kupní smlouvy, smlouvy o nájmu, pronájmu nebo prodeji hmotného majetku a smlouvy obvykle považované za pojistky se za deriváty nepovažují. Výše uvedená hypotéza, že derivátový kontrakt je smlouvou inominátní, je tedy dle mého názoru správná.

Plnění z některých derivátových kontraktů pak může být vázáno na splnění určité podmínky, tyto smlouvy jsou tedy *podmíněné*.<sup>64</sup> Například u opce je plnění podmíněno

---

<sup>62</sup> Nabízí se také podřazení derivátový kontakt pod tzv. „koupí naděje“ (koupí budoucích užitků). § 595 ObčZ stanoví, že „Tomu, kdo koupí budoucí užitky nějaké věci úhrnem nebo s nadějí na nejisté budoucí užitky, patří všechny užitky řádně vytěžené. Nese však ztrátu, bylo-li jeho očekávání zmařeno.“ Podle komentáře k ObčZ jsou předmětem takové smlouvy užitky, které v době uzavření smlouvy ještě neexistují a jsou teprve očekávány. Dále komentář říká, že „kupující se zavazuje zaplatit kupní cenu za užitky určité (individualizované) věci, které teprve po uzavření smlouvy mají vzniknout“ a že „Kupující je zavázán zaplatit sjednanou cenu za předmět koupě, který je nejistý jak z hlediska množství a kvality, tak i z hlediska vzniku užitků. Z povahy obou těchto odvážných smluv plyne, že kupujícím patří všechny řádně vytěžené užitky spojené s předmětem koupě a že nese ztrátu, nesplní-li se jeho očekávání.“ ŠVESTKA, Jiří. JEHLIČKA, Oldřich. ŠKÁROVÁ, Marta. SPÁČIL, Jiří. Občanský zákoník – komentář. 10. jubilejní vydání, C. H. Beck, 2006, str. 1063. Je ovšem otázka zda lze derivát označit za věc ve smyslu § 595 ObčZ. Kniha občanské právo pak uvádí jako příklad této koupě naděje koupí budoucí úrody ovoce určitého sadu (KNAPPOVÁ, Marta. ŠVESTKA, Jiří. DVOŘÁK, Jan a kolektiv. Občanské právo hmotné 2. 4. vydání, ASPI, a.s., 2005, str. 170.) Jen stěžejí tedy bylo účelem tohoto ustanovení regulovat také činnost tak komplexní, jako je obchodování na derivátových trzích, a kvalifikace derivátového kontraktu jako „koupě naděje“ se nejvíce jako správná.

<sup>63</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 65, 66. Plíva k tomu uvádí, že „Další otázkou je, jestli deriváty nejsou pojištěním a jestli deriváty mohou sjednávat subjekty, které nejsou pojišťovny. Tyto pochybnosti již byly ... stávající legislativou překonány.“ PLÍVA, Stanislav. ELEK, Štefan. LIŠKA, Petr. MAREK, Karel. Bankovní obchody. První vydání, ASPI, a.s., 2009, str. 150.

<sup>64</sup> Srov. § 36 odst. 1 ObčZ, který stanoví, že „Vznik, změna nebo zánik práva či povinnosti lze vázat na splnění podmínky.“ a odst. 2 „Podmínka je odkládací, jestliže na jejím splnění závisí, zda právní následky úkonu

tím, že vlastník opce své právo z opce vyplývající skutečně uplatní. Pevné termínové kontrakty (forwardy, futures a swapy) pak takovou podmínku neobsahují.

### 1.2.1 Deriváty jako sázka a hra

Josef Jílek se ve své knize Finanční a komoditní deriváty<sup>65</sup>, nejvýznamnější české monografii věnované problematice derivátů, o derivátech s oblibou vyjadřuje jako o „(nebezpečných) hazardních hrách.“<sup>66</sup>

V obecné rovině s ním nelze než souhlasit, protože ať už samo potenciální budoucí plnění či výnos<sup>67</sup> z derivátového kontraktu (v případě opce závislé na jejím uplatnění) nebo přinejmenším výše tohoto plnění či výnosu (u pevných derivátových kontraktů závislé na pohybech tržní ceny) skutečně závisí, stejně jako u hry a sázky<sup>68</sup>, na určité předem nejisté události v budoucnosti, která není ovlivnitelná stranou<sup>69</sup> derivátového kontraktu.<sup>70</sup> Zda bude sjednání derivátu pro daný subjekt ziskové nebo ztrátové nelze v okamžiku sjednání derivátu zpravidla určit (přestože to je samozřejmě odvislé od konkrétních parametrů derivátu, které subjekty uzavírající derivátový kontrakt většinou ovlivnit mohou). Z ekonomického hlediska jsou deriváty postaveny na stejném principu jako sázka.

---

nastanou.“ Mohli bychom tedy říct, že opce je smlouva s odkládací podmínkou, protože to plnění z ní závisí na jejím uplatnění.

<sup>65</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002.

<sup>66</sup> Již první větu úvodu k této knize začíná slovy „Otevíráte publikaci věnovanou ... finančnímu fenoménu .., a to hazardním hram zvaným finanční a komoditní deriváty ...“ (str. 13). O derivátech jako hazardních hrách (gambling, gaming) (str. 17) se pak ještě (ve značně negativním tónu) vyjadřuje na mnoha místech v dalším textu.

<sup>67</sup> „Výnos představuje hotovost realizovaná držitelem opce nebo jiného derivátu při jeho vypršení“ („Payoff: The cash realized by the holder of an option or other derivatives at the end of its life.“) LEE, Cheng F., LEE, Alice C. Encyclopedia of Finance. First Edition, Springer, 2006, p. 203.

<sup>68</sup> „Při hře a sázce závisí existence nebo rozsah závazku jedné strany na náhodě nebo předem neznámé okolnosti nebo události, uvedené provozovatelem hry nebo sázky v předem stanovených herních podmínkách. Každá ze stran má naději na výhru stejně jako na ztrátu - proto se tradičně sázka a hra řadí ke smlouvám odvážným.“ NESNÍDAL, Jiří. Soudní nevymahatelnost výhry ze sázek a her. Ekonom, 1997, číslo 13, str. 63.

<sup>69</sup> U pevných derivátových kontraktů není po jejich uzavření plnění ovlivnitelné žádnou stranou; u opcí není ovlivnitelné stranou povinnou k plnění, ovšem strana oprávněná z opce může ovlivnit, zda dojde k plnění či nikoliv. Loterijní zákon ovšem uvádí, že „Okolnost, jež určuje výhru (výsledek slosování, sportovního utkání, dostihů, závodů a jiné budoucí události), nesmí být nikomu předem známa a musí být takového druhu, *aby nemohla být provozovatelem nebo sázejícím ovlivněna.*“ §1 odst. 2 LotZ. Pokud bychom tedy chtěli říct, že deriváty jsou hrami podle LotZ, mohli bychom to patrně říct pouze o pevných derivátových kontraktech, nikoliv však již i o opcích.

<sup>70</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 140.

Situace je ovšem odlišná, pokud vezmeme v úvahu právní úpravu sázek a her. Základ právní úpravy sázek a her je obsažen v části osmé, hlavě osmnácté ObčZ. Zde se stanoví následující:

*§ 845 odst. 1: Výhry ze sázek a her nelze vymáhat; vymáhat nelze ani pohledávky z půjček, poskytnutých vědomě do sázky nebo hry. Takové výhry a pohledávky nelze ani platně zajistit.*

*odst. 2: Los se posuzuje jako sázka nebo hra.*

*§ 846: Ustanovení § 845 neplatí, jde-li o výherní podnik, který provozuje stát nebo který byl úředně povolen.*

Tato svým rozsahem velmi stručná úprava je pak dále rozvedena v loterijním zákoně<sup>71</sup> (dále jen „LotZ“). Loterijní zákon v návaznosti na § 846 ObčZ upravuje hry organizované státem<sup>72</sup> i úřední povolení, které ObčZ nedefinuje ani neupravuje.<sup>73</sup> Ke hře nebo sázce mezi občany podle § 845 ObčZ dochází na základě uzavřené smlouvy o sázce nebo hře.<sup>74</sup>

Přestože při určité míře představivosti by snad bylo možné (při použití standardních metod interpretace práva)<sup>75</sup> nalézt určité paralely, není dle mého názoru podřazení derivátů pod právní úpravu sázky a hry správné.

Komentář k ustanovení § 845 ObčZ uvádí, že:

*„Smlouvou o sázce se tradičně rozumí smlouva, kterou se jedna strana zavazuje, že poskytne druhé smluvní straně plnění pro případ, že nastala anebo nastane určitá událost (sázková událost)“,*

a že

*„ ... hra je podle platného práva smlouvou, kterou se jedna strana zavazuje, že poskytne druhé smluvní straně plnění pro případ, že nastane určitá událost. Od sázky*

---

<sup>71</sup> Zákon č. 202/1990 Sb., o loteriích a jiných podobných hrách, ve znění pozdějších předpisů.

<sup>72</sup> ŠVESTKA, Jiří. JEHLIČKA, Oldřich. ŠKÁROVÁ, Marta. SPÁČIL, Jiří. Občanský zákoník – komentář. 10. jubilejní vydání, C. H. Beck, 2006, str. 1391.

<sup>73</sup> „Občanský zákoník nijak toto úřední povolení nedefinuje ani neupravuje. Tato problematika je výlučně upravena ve zvláštním zákoně, jímž je LotZ.“ DVORÁK, Tomáš. K některým otázkám právní úpravy sázky a hry s přihlédnutím k principu dobrých mravů 3. část.

<sup>74</sup> ŠVESTKA, Jiří. JEHLIČKA, Oldřich. ŠKÁROVÁ, Marta. SPÁČIL, Jiří. Občanský zákoník – komentář. 10. jubilejní vydání, C. H. Beck, 2006, str. 1391.

<sup>75</sup> GERLOCH, Aleš. Teorie práva. Páté upravené vydání, nakladatelství Aleš Čeněk, 2009, str. 132 a násl.

*se hra liší především tím, že dosažení události je závislé na činnosti některé či obou smluvních stran.*<sup>76</sup>

Co se týče pojmu výherního podniku, uvádí odborná literatura, že „*Jestliže občanský zákoník hovoří o výherním podniku, je nutno tento pojem chápat jako výdělečnou činnost v oblasti sázek a her, provozovanou na základě státního povolení podle § 4 odst. 1 LotZ; výherní podnik zde nelze chápat ve smyslu právnické osoby.*“<sup>77</sup> Úřední povolení pro provozování výherního podniku udělované podle § 846 tedy rozhodně nelze ztotožňovat s licencí pro obchodování s deriváty.

Pokud použijeme nadstandardních interpretačních metod (argumentace *e ratione legis*, čili argumentace smyslem, účelem zákona)<sup>78</sup>, zejména pak výkladu teleologického<sup>79</sup>, jen stěží lze dojít k závěru, že by právní úprava sázky a hry měla být vztahována i na deriváty. Například důvodová zpráva k LotZ uvádí:

*„Současnému zájmu o rozšíření různých druhů sázkových her, a to i v hernách a kasinech a k požadavkům uvolnit provozování některých loterií a jiných podobných her ke komerčnímu využívání brání dosavadní právní úprava. Ukazuje se potřeba urychleně tuto oblast nově upravit, zejména i s ohledem na provozování výherních hracích přístrojů.*“<sup>80</sup>

I z právní úpravy obsažené v LotZ (který operuje s pojmy jako např. výherní hrací přístroj, tombola, loterie, herní plán) vyplývá, že tento zákon míří na regulaci *jiného druhu činností*, než je sjednávání derivátů jako investičních nástrojů<sup>81</sup> na kapitálovém trhu.

Zajímavý postřeh uvádí Dvořák, když říká, že „pokud bychom deriváty považovali za hry či sázky, potom bychom totéž museli konstatovat o instrumentech, jako jsou akcie, dluhopisy apod. nebo by bylo zapotřebí jednoznačně vymezit hranici mezi derivátovými a nederivátovými instrumenty. Tuto hranici však naše právní normy v této souvislosti nestanovují.“<sup>82</sup> Dvořák pak dále uvádí, že „*za charakteristické rysy odlišující deriváty od her a sázek lze považovat:*

---

<sup>76</sup> ŠVESTKA, Jiří. SPÁČIL, Jiří. ŠKÁROVÁ, Marta. HULMÁK, Milan a kol. Občanský zákoník II. §460 až 880. Komentář. Druhé vydání, C.H. Beck, 2009, str. 2352. 2353.

<sup>77</sup> DVOŘÁK, Tomáš. K některým otázkám právní úpravy sázky a hry s přihlédnutím k principu dobrých mravů 3. část.

<sup>78</sup> GERLOCH, Aleš. Teorie práva. Páté upravené vydání, nakladatelství Aleš Čeněk, 2009, str. 135.

<sup>79</sup> „Pomocí teleologického výkladu ... se usiluje o postižení smyslu, resp. cíle právní normy v souvislosti s nejvšeobecnějšími podmínkami, v nichž se má norma realizovat.“ GERLOCH, Aleš. Teorie práva. Páté upravené vydání, nakladatelství Aleš Čeněk, 2009, str. 136.

<sup>80</sup> Důvodová zpráva k zákonu č. 202/1990 Sb., o loteriích a jiných podobných hrách, všeobecná část.

<sup>81</sup> viz § 3 odst. 1 ZPKT.

<sup>82</sup> DVOŘÁK, Petr. Deriváty. Druhé, přepracované vydání, Nakladatelství Oeconomica, 2008, str. 25.

a) v základě ležícím instrumentem u derivátů je ekonomický instrument či veličina, u her a sázek to může být cokoliv;

b) výše zisku či ztráty u derivátů se obvykle přímo odvíjí od rozdílu mezi cenou (či jinou veličinou) sjednanou v kontraktu a vývojem cen (jiných veličin) na trhu, u her a sázek je výhra stanovena buď fixní částkou, nebo je stanovena jiným způsobem, který se však neodvíjí od rozdílu mezi sjednanou hodnotou určité veličiny a její aktuálním vývojem;

c) výše zisku či ztráty u derivátu není závislá na jiných kontraktech, počtu účastníků apod. Naproti tomu u her a sázek je často taková závislost stanovena.<sup>83</sup>

V případě argumentu a) lze ovšem namítnout, že (jak uvádím níže), v základě ležícím instrumentem u derivátů již může být také v podstatě cokoliv, nejen ekonomický instrument či veličina (moderní deriváty s jejich exotickými podkladovými proměnnými jsou toho názorným příkladem). V případě argumentu c) je pak nutno pamatovat na to, že derivát může být odvozen od jiného derivátu (podkladovou proměnnou jednoho derivátu může být jiný derivát), což pak ale znamená, že výše zisku či ztráty u tohoto derivátu naopak je závislá na jiných kontraktech.

Přesto ale podle mého názoru lze souhlasit s Dvořákem, který uzavírá, že „a priori považovat deriváty za hry a sázky je z právního hlediska neodůvodněné.“<sup>84</sup>

### ***1.3 Právní úprava derivátů v českém právu***

V českém právním řádu neexistuje výslovná ucelená úprava derivátů ve smyslu samostatného zákona či jiného samostatného právního předpisu. Tím se české právo neliší od právní úpravy v ostatních vyspělých zemích, neboť v žádné z nich není regulace derivátů předmětem speciálního zákona.<sup>85</sup> Platné české právo se zmiňuje o derivátech na několika místech. Slovo zmiňuje zde přitom používám záměrně, protože nelze mluvit o obsáhlé či vyčerpávající úpravě. Legislativa ovšem na druhé straně nemůže deriváty vzhledem k jejich významu zcela ignorovat.

---

<sup>83</sup> DVOŘÁK, Petr. Deriváty. Druhé, přepracované vydání, Nakladatelství Oeconomica, 2008, str. 25.

<sup>84</sup> DVOŘÁK, Petr. Deriváty. Druhé, přepracované vydání, Nakladatelství Oeconomica, 2008, str. 27. Plíva k tomu uvádí: „V minulosti vznikaly pochybnosti a diskuse o tom, jestli lze závazky z derivátů vymáhat, protože jsou ve své podstatě sázkou. Dnes již byly tyto pochybnosti překonány, protože deriváty jsou upraveny evropskými směrnici (směrnice MiFID), a v českém právu je upravuje ZPKT. Tyto pochybnosti již byly ... stávající legislativou překonány.“ PLÍVA, Stanislav. ELEK, Štefan. LIŠKA, Petr. MAREK, Karel. Bankovní obchody. První vydání, ASPI, a.s., 2009, str. 150.

<sup>85</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 422.

Výsledkem této „minimalistické“ úpravy je poměrně vysoký stav nejistoty nejen ohledně vlastní právní postaty derivátů, ale také v případě, kdy různé zákony definují shodné pojmy rozdílně<sup>86</sup>, nebo kdy jeden zákon používá pojem definovaný jinými zákony, aniž by bylo v konkrétním případě jasné, s kterou z těchto definic pracuje<sup>87</sup>. Tyto legislativní definice jsou uvedeny níže, kde se také pokusím vymezit jejich rozsah, míru, v níž se různé legislativní definice vzájemně překrývají, a jejich případné rozdíly.

## A. Právní úprava v ZKPT

Nejobsáhlejší část právní úpravy derivátů se nachází v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu<sup>88</sup> (dále jen „ZPKT“), a to v části druhé, hlavě první, § 3, který vymezuje investiční nástroje. Zde se v odstavci 1 stanoví, že:

*„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 regulovaném trhu se sídlem v členském státě Evropské unie 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*

---

<sup>86</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 15.

<sup>87</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 15.

<sup>88</sup> Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. § 3 odst. 1 je výsledkem (v podstatě doslovné) implementace směrnice Evropského Parlamentu a Rady 2004/39/ES, o trzích finančních nástrojů („MiFID“), ve znění pozdějších směrnic.

*písmenu h), nejsou určeny pro obchodní účely a mají znaky jiných derivátových investičních nástrojů; zejména jde o ty, které jsou zúčtovány a vypořádány prostřednictvím vypořadacího 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 regulovaném trhu se sídlem v členském státě Evropské unie nebo v mnohostranném obchodním systému provozovaném osobou se sídlem v členském státě Evropské unie, jsou zúčtovány a vypořádány prostřednictvím vypořadacího systému nebo je jejich součástí dohoda o výzvě k doplnění zajištění.<sup>89</sup>*

V první řadě je nutno uvědomit si, že se jedná o definici nepřímou.<sup>90</sup> Zákon totiž nedefinuje samotné deriváty jako takové, nýbrž v rámci definice investičních nástrojů uvádí (vedle ostatních investičních nástrojů, které deriváty nejsou)<sup>91</sup> nástroje, které jsou svojí povahou deriváty.

Přestože se jedná o definici nepřímou, je zajímavé detailně se zabývat doslovným zněním písmene d), konkrétně slovy „*jakož i jiným derivátům*“ v části věty „*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*“. „Jiné deriváty“ přitom pro účely tohoto ustanovení nejsou v ZPKT ani jinde definovány, čili odkazují na první část věty. Zákonodárce tím patrně chtěl vyjádřit, že i samotné deriváty mohou být proměnnou, k níž se hodnota opcí, futures, swapů, forwardů a jiných nástrojů vztahuje, nicméně ze striktního jazykového výkladu bychom mohli

---

<sup>89</sup> Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, §3 odst. 1 písm. d) až k).

<sup>90</sup> Shodně viz BAKEŠ, KARFÍKOVÁ, KOTÁB, MARKOVÁ a kolektiv. Finanční právo. 5. upravené vydání, C. H. Beck, 2009, str. 428.

<sup>91</sup> Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, §3 odst. 1 písm. a) až c).



dovodit, že právě zde se (přímo!) konstatuje, že tyto opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje jsou deriváty.<sup>92</sup>

Tento výčet derivátů uvedených v § 3 ZPKT lze považovat za legislativní základ jak pro stanovení základních (typových) znaků derivátů, tak pro jejich dělení.

Současná podoba § 3 ZPKT není původní a je výsledkem novely ZPKT zákonem č. 230/2008 Sb. Původní znění § 3 stanovilo v odst. 1, že:

*„Investičními nástroji jsou ... d) deriváty.“*

a dále v odst. 3, že:

*(3) Deriváty se pro účely tohoto zákona rozumí*

*a) opce na investiční nástroje uvedené v odstavci 1 písm. a) až c);<sup>93</sup>*

*b) finanční termínové 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.<sup>94</sup>*

Je patrné, že zatímco vymezení rozdílových smluv (rozdílové smlouvy jsou „diferenční smlouvy, kde předmětem smlouvy je závazek vyplatit si rozdíl z ceny, kterou má podkladové aktivum (např. akcie) v den uzavření smlouvy a v den dospělosti závazku.“<sup>95</sup>) a nástrojů umožňujících přenos úvěrového rizika (což jsou kreditní/úvěrové deriváty) zůstalo stejné, v ostatních částech došlo k rozvedení a podrobnější kategorizaci. V současném znění § 3 ZPKT bychom deriváty vymezené v písm. a) mohli označit jako „klasické finanční deriváty“, písm. d) až f) jako „komoditní deriváty“ (a to písm. d) jako

<sup>92</sup> Zvláštní část důvodové zprávy k ZPKT nicméně v komentáři k § 3 říká, že „Jednotlivé druhy investičních nástrojů nejsou definovány vzhledem k tomu, že se jedná buď o pojmy definované v jiných zákonech, nebo se jedná o pojmy ve finanční oblasti běžně používané a pokusy o legislativní definice těchto nástrojů nebyly zatím úspěšné.“ Zákonodárce měl tedy asi jen stěží úmysl deriváty touto pomyslnou legislativní zkratkou definovat.

<sup>93</sup> Odstavec 1 písm. a) až c) obsahoval investiční cenné papíry, cenné papíry vydané fondem kolektivního investování a nástroje, se kterými se obvykle obchoduje na peněžním trhu (nástroje peněžního trhu).

<sup>94</sup> § 3 ZPKT, stav k 7. 3. 2006.

<sup>95</sup> PLÍVA, Stanislav. ELEK, Štefan. LIŠKA, Petr. MAREK, Karel. Bankovní obchody. První vydání, ASPI, a.s., 2009, str. 147, pozn. 35.

„klasické komoditní deriváty s peněžitým vypořádáním“, písm. e) jako „burzovní komoditní deriváty s fyzickým vypořádáním“, a písm. f) jako „mimoburzovní deriváty s fyzickým vypořádáním“, a písm. g) a h) jako exotické deriváty<sup>96</sup> (a to písm. g) jako „exotické komoditní deriváty s peněžitým vypořádáním“ a písm. h) jako „ostatní exotické deriváty“).<sup>97</sup>

Výčet derivátů v současném § 3 ZPKT, jelikož je v české legislativě nejucelenější, je dle mého názoru možné brát jako referenční pro poměrování s ostatními zákonnými vymezeními derivátů (např. vymezením finančních derivátů v devizovém zákoně, nebo komoditních derivátů v zákoně o komoditních burzách). Vymezení derivátů v těchto dalších zákonech lze totiž většinou podřadit pod některou z kategorií vymezených v ZPKT.

## **B. Právní úprava v devizovém zákoně**

Devizový zákon<sup>98</sup> (dále jen „DevZ“) se právní problematiky derivátů dotýká v ustanovení § 1 písm. d), kde stanoví, že:

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

Devizový zákon tedy vymezuje jako finanční deriváty *penězi ocenitelná práva a závazky od nich odvozené*.<sup>99</sup> To je značně široká definice. Z jazykového hlediska by patrně bylo vhodnější, kdyby zákonodárce zvolil formulaci „závazky odvozené od penězi ocenitelných práv“, neboť podle současného doslovného znění jsou prohlašována za finanční deriváty i samotná penězi ocenitelná práva. Je přitom otázkou, jestli bylo úmyslem zákonodárce prohlásit jakékoliv penězi ocenitelné právo za finanční derivát.

---

<sup>96</sup> Český právní řád ovšem pojem „exotický derivát“ nezná. Jediné místo, kde je bez bližšího vymezení použit, je úřední sdělení ČNB č. 12/2009 k rozsahu potřebných znalostí osob, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry a další osoby své činnosti.

<sup>97</sup> PLÍVA, Stanislav. ELEK, Štefan. LIŠKA, Petr. MAREK, Karel. Bankovní obchody. První vydání, ASPI, a.s., 2009, str. 147-148.

<sup>98</sup> Zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon, ve znění pozdějších předpisů.

<sup>99</sup> Stěží lze mít za to že by zákonodárce měl úmysl za finanční deriváty prohlásit také veškeré peněžní prostředky v cizí měně a zahraniční cenné papíry, legislativní zkratka „finanční deriváty“ se proto dle mého názoru patrně vztahuje právě jen na penězi ocenitelná práva a závazky od nich odvozené. Situaci ovšem činí ještě méně přehlednou důvodová zpráva k devizovému zákonu, která říká, že „Do devizových hodnot jsou rovněž zahrnuty finanční deriváty (jde zejména o opce, swapy a termínované smlouvy typu futures, forward, apod. odvozené od cizích měn, zahraničních cenných papírů a zlata), jakožto práva a závazky od devizových hodnot odvozené.“ Z toho by se totiž dalo dovodit, že finanční deriváty jsou též hodnoty odvozené od peněžních prostředků v cizí měně a zahraničních cenných papírů, čímž by se značně rozšiřoval dosah této definice. Jádrem problému je patrně v tom, jestli se slova „a závazky od nich odvozené“ vztahují pouze na „penězi ocenitelná práva“ nebo i na „peněžní prostředky v cizí měně, zahraniční cenné papíry“.

Tato penězi ocenitelná práva a závazky od nich odvozené jsou prohlašována za *finanční deriváty*, nikoliv pouze za deriváty. Tato definice je tedy užší než výčet derivátů v § 3 odst. 1 písm. d) až k) ZPKT (viz výše), který sám není uzavřený. Patrně by se dala podřadit pouze pod písm. d), tedy pod klasické finanční deriváty.<sup>100</sup>

Zvláštní je, že ačkoli DevZ tímto způsobem vymezuje pojem finančního derivátu, dále tento pojem již nepoužívá<sup>101</sup>. Zůstává potom otázka, proč zákonodárce takové vymezení vůbec činil.<sup>102</sup>

### C. Právní úprava v zákoně o cenných papírech

Současná právní úprava v § 8a zákona o cenných papírech<sup>103</sup> (dále jen „ZCP“) vztahuje ustanovení celé části druhé tohoto zákona také na deriváty, když stanoví, že:

*„Ustanovení části druhé tohoto zákona se přiměřeně použijí též na jiné druhy investičních nástrojů 12f)<sup>104</sup> než cenné papíry, pokud z povahy věci neplyne jinak.“*

Toto na první pohled přehlednutelné ustanovení má velký význam – na deriváty jako investiční nástroje se jím vztahuje podstatná část právní úpravy cenných papírů obsažená v ZCP, a to smlouvy o cenných papírech.<sup>105</sup> Tímto ustanovením ovšem nejsou deriváty prohlašována za cenné papíry. Pouze se zde stanoví, že část druhá ZCP se na ně použije přiměřeně.

Dříve ZCP neobsahoval toto ustanovení o použití části druhé ZCP i na jiné druhy investičních nástrojů, ale vlastní definici derivátů, která ale byla nabytím účinnosti ZPKT zrušena, protože byla přenesena do ZPKT. Původní §8a ZCP<sup>106</sup> zněl následovně:

---

<sup>100</sup> Označení písm. d) v § 3 odst. 1 ZPKT uvedenými výrazy vychází z PLÍVA, Stanislav. ELEK, Štefan. LIŠKA, Petr. MAREK, Karel. Bankovní obchody. První vydání, ASPI, a.s., 2009, str. 147.

<sup>101</sup> DevZ používá pojem „devizová hodnota“ na několika dalších místech, s pojmem „finanční derivát“ však již dále nepracuje.

<sup>102</sup> Pokud by snad tento pojem definovaný v DevZ výslovně používaly jiné právní předpisy, aby tak „ospravedlnily“ její existenci, musely by pak výslovně odkazovat na tuto definici v DevZ. Pojem „finanční derivát“ používá pouze vyhláška Ministerstva financí č. 323/2002 Sb., o rozpočtové skladbě v příloze „Rozpočtová skladba“, části B. „Druhovému třídění rozpočtové skladby“, kde položka 2149 při vymezení příjmů z finančních derivátů poněkud zmateně odkazuje na § 3 odst. 1 písm. d), g), j) a k) ZPKT.

<sup>103</sup> Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů.

<sup>104</sup> 12f) je odkaz na ZPKT.

<sup>105</sup> Konkrétně jde o smlouvu o převodu cenných papírů, smlouvu o půjčce cenných papírů, obstaravatelské smlouvy, smlouvy o úschově, správě, uložení a obhospodařování cenných papírů a smlouvu o zastavení cenných papírů.

<sup>106</sup> Stav k 28. 3. 2000.

## *„§ 8a Deriváty*

*(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.“*

V následujících novelizacích tohoto ustanovení bylo zajímavou změnou především vypuštění slov „pro účely tohoto zákona“. Je ovšem otázkou, zda se pouhým vypuštěním těchto slov toto vymezení stalo obecně platným i pro ostatní právní předpisy.

V důsledku dalších novelizací se pak znění § 8a změnilo následovně:

## *„§ 8a Investiční instrumenty<sup>107</sup>*

*(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 a swapy na akcie a akciové indexy (equity swaps), a*

*g) nákupní a prodejní opce týkající se investičního instrumentu, včetně rovnocenných instrumentů, ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích; těmi se rozumí zejména devizové a úrokové opce.*

*(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.“<sup>108</sup>*

Poté již následovalo v současnosti platné znění.

---

<sup>107</sup> Zajímavé je, že paragraf nadepsaný „deriváty“ a věnovaný pouze úpravě derivátů byl novelou změněn na „investiční instrumenty“, kde jsou deriváty zmíněny pouze jako jeden z druhů investičních instrumentů.

<sup>108</sup> Znění k 30. 12. 2001.

## D. Právní úprava v zákoně o komoditních burzách

Zákon o komoditních burzách<sup>109</sup> (dále jen „ZKB“) vymezuje ve svém § 1 odst. 1 komoditní deriváty jako:

*„deriváty vztahující se ke komoditám, které jsou předmětem obchodování na komoditní burze (dále jen "komoditní deriváty"), pokud nejsou investičním nástrojem podle zvláštního právního předpisu 1).<sup>110</sup>“*

Vymezení derivátu je zde navázáno na to, že určitá komodita, ke které se vztahují, je obchodována na komoditní burze (ostatní „komoditní deriváty“ neobchodované na komoditní burze by tedy podle tohoto ustanovení komoditními deriváty nebyly). Komoditní burza je definována také v § 1 ZKB, a to jako právnická osoba zřízená podle ZKB k organizování burzovních obchodů s (dále blíže vymezeným) zbožím. Důležitý je dovětek „pokud nejsou investičním nástrojem podle zvláštního právního předpisu“ odkazující na ZPKT. Z těchto skutečností je dle mého názoru možné dovodit, že definice komoditních derivátů v ZKB je definicí omezenou pouze pro účely ZKB, zatímco vymezení komoditních derivátů v § 3 odst. 1 písm. d), e), f) ZPKT jako investičních nástrojů je vymezením obecným.

### 1.4. Ekonomická funkce derivátů

V této kapitole se pokusím stručně přiblížit nastínit ekonomickou funkci derivátů. Deriváty se vyvinuly a priori jako ekonomický fenomén<sup>111</sup>, ke kterému až později, z důvodu jeho vysoké společenské důležitosti<sup>112</sup>, přistoupilo právo tím, že ho začalo regulovat.<sup>113</sup>

---

<sup>109</sup> Zákon č. 229/1992 Sb., o komoditních burzách, ve znění pozdějších předpisů.

<sup>110</sup> 1) je odkaz na ZPKT.

<sup>111</sup> Tomu odpovídá skutečnost, že naprostá většina zahraniční, ale i české odborné literatury deriváty obsáhle rozebírá z ekonomického hlediska, přičemž jejich právní podstata zůstává zcela stranou. Přitom např. adekvátní ocenění derivátu je věc jistě důležitá, z pohledu právníka však dlouhé diskuse o sebemenších detailech metod oceňování derivátů někdy působí trochu úsměvně v kontextu faktu, že v některých zemích je možné deriváty zařadit pod naturální obligace, a tedy plnění z nich je potencionálně nevymahatelné.

<sup>112</sup> P. Wood uvádí, že „Deriváty zahrnují velmi velké částky, jdoucí do značných násobků světového hrubého domácího produktu.“ („Derivatives involve very large amounts, a substantial multiple of world GDP“). WOOD, Philip. Law and Practise of International Finance. First Edition, Sweet & Maxwell, 2008, p. 426.

<sup>113</sup> Regulativní (normativní) povaha práva zprostředkovává vazbu práva na jiné společenské normativní systémy. Právo představuje součást společenského prostředí. GERLOCH, Aleš. Teorie práva. Páté upravené vydání, nakladatelství Aleš Čeněk, 2009, str. 19, 20.

Deriváty jsou nástroje, které umožňují přenos rizika z jednoho subjektu na druhý subjekt.<sup>114</sup> Toto riziko je možné (s větší či menší přesností) ocenit v penězích. Každá derivátová transakce má dvě strany, „kupujícího“ a „prodávajícího“. Typická situace je, že „kupující“ (derivátového instrumentu) poskytuje úplatu „prodávajícímu“ za převedení rizika na prodávajícího a prodávající přijímá platbu jako kompenzaci za převzetí rizika.<sup>115</sup>

Ekonomickou funkcí derivátů je tedy *přenos* rizika z jednoho ekonomického subjektu na subjekt jiný. Tím se liší od klasického pojištění, protože v případě pojištění se jedná o *rozložení*, a nikoliv přenos rizika. U pojištění jeden subjekt platí jinému subjektu pevnou peněžní částku za příslib protiplnění vázaný na určitou pojistnou událost (je to tedy protiplnění podmíněné tím, že nastane v pojistné smlouvě definovaná pojistná událost).<sup>116</sup>

Přenos rizika prostřednictvím derivátového kontraktu lze vyjádřit také tak, že „Má-li jeden subjekt z derivátu zisk, potom partner má z daného derivátu ztrátu a naopak.“<sup>117</sup> Takže „deriváty jsou nástroji s nulovým součtem zisků a ztrát (*zero sum game*, zvýraznění původní), neboť součet zisků a ztrát obou partnerů je nulový.“<sup>118</sup>

Riziko může být tímto způsobem přenášeno z různých motivů. Za dva hlavní motivy se většinou považuje používání derivátů jako prostředku řízení rizika<sup>119</sup> (zajišťování,

---

<sup>114</sup> „But more fundamentally, we need to see derivatives as instruments that permit the transfer of risk from one party to another. ... Thus, derivatives should be viewed primarily as instruments for transferring risk.“ CHANCE, Don M. *Essays in Derivatives: Risk-Transfer Tools and Topics Made Easy*. Second Edition, John Wiley & Sons, 2008, p. 15, 16.

<sup>115</sup> „Each derivative transaction has two parties, a buyer and a seller. Typically the buyer pays to transfer the risk to the seller. The seller accepts payment to compensate for the assumption of risk.“ CHANCE, Don M. *Essays in Derivatives: Risk-Transfer Tools and Topics Made Easy*. Second Edition, John Wiley & Sons, 2008, p. 15.

<sup>116</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 65.

<sup>117</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 17.

<sup>118</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 17. K tomuto (v české literatuře) všeobecně přijímanému názoru ovšem existují i názory protikladné. Jewson a Brix například uvádí, že přestože obchodování mezi spekulanty na sekundárním trhu může na první pohled vypadat jako zero-sum game (a tedy mít z makroekonomického pohledu malý přínos), neplatí toto všeobecně, ale je to případ pouze některých obchodů. Prostřednictvím tzv. Paretovy rovnováhy pak dospívá k názoru, že obchodování na sekundárních trzích z hlediska ekonomického prospěchu, který generuje, zcela jistě není zero-sum game. JEWSON, Stephen, BRIX, Anders, ZIEHMANN, Christine. *Weather Derivative Valuation: The Meteorological, Statistical, Financial and Mathematical Foundations*. First published in print format 2005, Cambridge University Press, 2005, p. 7, 8. Je tedy zřejmé, že ani ohledně základní ekonomické funkce derivátů nepanuje shoda.

<sup>119</sup> „Using derivatives to manage risk is nothing more than engaging in transactions that align the actual level of risk with the desired level of risk.“ CHANCE, Don M. *Essays in Derivatives: Risk-Transfer Tools and Topics Made Easy*. Second Edition, John Wiley & Sons, 2008, p. 18. V českém právu je ovšem pro potřeby účetnictví stanoveno, jaké deriváty se považují za zajišťovací deriváty, viz níže.

„zajišťovací deriváty“) a snaha prostřednictvím derivátů profitovat z pohybů cen na kapitálovém trhu (spekulace, „spekulační deriváty“).<sup>120</sup> Na zajišťování i spekulaci lze pak pohlížet jako na dvě strany téže mince (a tedy rozlišování mezi zajišťovacími a spekulativními deriváty je spíše otázkou konkrétních okolností, za kterých byl derivát sjednán, i přístupu toho, kdo toto rozlišování provádí), neboť zajišťovací deriváty a spekulativní deriváty se nijak neliší z hlediska své konstrukce, ale právě pouze podle úmyslu, s kterým ho daná strana sjednala.<sup>121</sup> Zajišťovatelé se snaží o snížení rizika a spekulanti o zvýšení rizika.<sup>122</sup> Zajišťovatelé se snaží vyhnout vystavení riziku nepříznivých pohybů ceny určitého aktiva, zatímco spekulantům jde o zaujetí určité pozice na trhu („sázejí“ na vzrůst nebo na pokles ceny určitého aktiva).<sup>123</sup>

#### 1.4.1. Deriváty jako prostředek řízení rizika (zajištění)

Zajištění („*hedging*“<sup>124</sup>) je vytváření uzavřených pozic.<sup>125</sup> Obecně můžeme říct, že je to investování do určitého aktiva (derivátu) za účelem snížení celkového rizika určitého portfolia.<sup>126</sup>

Zajišťovatel je tedy účastník trhu, který drží (či hodlá držet) určité finanční aktivum. V důsledku toho je vystaven riziku, a vstupuje tedy na derivátový trh, aby toto riziko snížil. Skutečnost, že zajišťovatel drží nebo hodlá držet určité finanční aktivum se obvykle označuje tak, že se nachází v dlouhé anebo krátké pozici. Zajištění je potom možné

---

<sup>120</sup> Obvykle se v zahraniční literatuře uvádí právě tyto dvě kategorie. Josef Jílek ve svém dělení derivátů podle účelu sjednání uvádí ještě jako samostatné kategorie i tzv. deriváty tvorby trhu, deriváty jako formu odměny a deriváty podvodné. (JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 68-69). Dalším důvodem používání derivátů může být využití tzv. arbitrážní příležitosti („arbitrage opportunity“), což je situace, kdy určitý subjekt koupí a prodá prakticky stejné aktivum na různých trzích s cílem profitovat z cenových rozdílů mezi těmito trhy. (LEE, Cheng F., LEE, Alice C. Encyclopedia of Finance. First Edition, Springer, 2006, p. 18.)

<sup>121</sup> „The distinction between hedging and speculation comes not from which side of futures contract one takes but from the motivation for entering into the contract. LEE, Cheng F., LEE, Alice C. Encyclopedia of Finance. First Edition, Springer, 2006, p. 254.

<sup>122</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 70.

<sup>123</sup> HULL, John, C. Options, Futures, and Other Derivatives. 5th edition, Prentice Hall, 2002, p. 9.

<sup>124</sup> „*Hedging* refers to the reduction of an existent risk by the elimination of exposure to price movements in an asset. Hedging stabilizes markets since it removes potential shocks to balance sheets that can destabilize the financial system.“ REINERT, Kenneth A., RAJAN, Ramkishen S., GLASS, Amy Jocelyn, DAVIS, Lewis S. The Princeton Encyclopedia of the World Economy. First Edition, Princeton University Press, 2009, p. 600.

<sup>125</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 77.

<sup>126</sup> Hedging: „Investing in an asset to reduce the overall risk of a portfolio.“ LEE, Cheng F., LEE, Alice C. Encyclopedia of Finance. First Edition, Springer, 2006, p. 138.

dosáhnout derivátem, který se vytvoří kompenzující finanční tok. Dosáhne se tím toho, že případná ztráta (např. způsobená pádem cen) z tohoto finančního aktiva je vyvážena ziskem z derivátu (naopak ovšem případný zisk je „vyvážen“ ztrátou z derivátu). Zajišťování tedy sice snižuje riziko, ale současně snižuje možnost profitování z tohoto aktiva.<sup>127</sup>

Požadavky na zajišťovací deriváty jsou stanoveny ve vyhlášce č. 500/2002 Sb.<sup>128</sup> Ta v § 52 odst. 3 stanoví, že:

*„Derivát se považuje za zajišťovací pouze tehdy, pokud splňuje následující podmínky:*

- a) na počátku zajištění je zajišťovací vztah zdokumentován;*
- b) zajištění je efektivní;*
- c) efektivita je spolehlivě měřitelná a průběžně posuzovaná.“*

V § 52 odst. 5 se pak stanoví:

*„Přestane-li splňovat zajišťovací derivát podmínky podle odstavce 3, účtuje se o něm od tohoto okamžiku jako o derivátu k obchodování.“*

Z toho vyplývá, že derivát, který nesplňuje podmínky stanovené pro zajišťovací deriváty, je derivátem spekulacním. Podmínku efektivnosti zajištění nemohou z důvodu své konstrukce splnit opce, a proto opce nemohou být zajišťovacími deriváty, takže opce prakticky nelze použít pro zajišťování.<sup>129</sup>

#### **1.4.2. Deriváty jako nástroj spekulace**

Spekulace je vytváření otevřených pozic.<sup>130</sup> Spekulant se nesnaží o celkové snížení rizika, kterému podléhá, jak je tomu u zajišťování, ale naopak o jeho zvýšení.<sup>131</sup> S převzetím větších rizik jsou totiž spojeny potenciálně vyšší výnosy, protože s větší

---

<sup>127</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 78.

<sup>128</sup> Vyhláška Ministerstva financí č. 500/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou podnikateli účtujícími v soustavě podvojného účetnictví.

<sup>129</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 341.

<sup>130</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 89.

<sup>131</sup> „Speculation is the act of aiming to profit by betting on a predicted one-way price movement. Thus, it is risk-taking, not risk-reducing.“ REINERT, Kenneth A., RAJAN, Ramkishan S., GLASS, Amy Jocelyn, DAVIS, Lewis S. The Princeton Encyclopedia of the World Economy. First Edition, Princeton University Press, 2009, p. 600.



mírou rizikovosti určité pozice nebo určitého finančního nástroje se zvyšuje i potenciální výnos, kterého z něj lze realizovat.<sup>132</sup> Spekulace je poměrně kontroverzní jev. Na jedné straně je spekulantům vytýkáno, že jejich operace mají mimo jiné vliv na nestabilitu trhů, na druhé straně se často uvádí, že spekulace přispívá k hladkému chodu derivátových trhů, protože zajišťuje likviditu trhů derivátového trhu.<sup>133</sup> Ovšem spekulace nemusí mít vždy pozitivní vliv na hladký chod derivátového trhu, neboť spekulanti uzavírají nové pozice při vysoké pravděpodobnosti cenového zhodnocení a prodávají, když pravděpodobnost zhodnocení je nízká, čímž mohou způsobit kumulativní pohyby na trhu.<sup>134</sup>

Spekulace je tedy poměrně kontroverzní jev a na její společenský přínos nejsou jednotné názory.<sup>135</sup>

## ***1.5 Dělení derivátů na tzv. „klasické“ a tzv. „moderní“ deriváty***

Dělení derivátů na „klasické“ a „moderní“ (někdy se používá pojem „exotické“) deriváty je poměrně nové a v české odborné literatuře zatím ještě ne zcela ustálené. Pokud vůbec česká literatura o moderních derivátech pojednává, činí tak většinou pouze velmi okrajově. To je poměrně pochopitelné vzhledem k faktu, že „exotické“ deriváty se na českém kapitálovém trhu téměř nesjednávají.

### **1.5.1. Charakteristika tzv. „klasických“ derivátů**

Klasické deriváty („základní typy derivátů“, „standardní deriváty“<sup>136</sup>) bývají někdy označovány pojmem „plain vanilla“.<sup>137</sup> Jako klasické deriváty jsou označovány buď

---

<sup>132</sup> Speculation: Undertaking a risky investment with the objective of earning a greater profit than an investment in a risk-free alternative (a risk premium). LEE, Cheng F., LEE, Alice C. Encyclopedia of Finance. First Edition, Springer, 2006, p. 254.

<sup>133</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 89.

<sup>134</sup> ...But this does not always follow, since speculators buy when there is a high probability of price appreciation and sell when the probability is low, and thus can cause cumulative movements. REINERT, Kenneth A., RAJAN, Ramkishan S., GLASS, Amy Jocelyn, DAVIS, Lewis S. The Princeton Encyclopedia of the World Economy. First Edition, Princeton University Press, 2009, p. 600

<sup>135</sup> e.g. Chance: „If hedgers are somehow the „good guys“ and speculators are somehow the „bad guys“, how is it that good guys are forced to accept risk higher than they desire if the bad guys refuse to dance?“ CHANCE, Don M. Essays in Derivatives: Risk-Transfer Tools and Topics Made Easy. Second Edition, John Wiley & Sons, 2008, p. 18.

<sup>136</sup> Nezaměňovat se standardizovanými deriváty, což znamená, že derivát splňuje určité požadavky stanovené burzou, aby mohl být připuštěn k obchodování na této burze.

<sup>137</sup> PLÍVA, Stanislav. ELEK, Štefan. LIŠKA, Petr. MAREK, Karel. Bankovní obchody. První vydání, ASPI, a.s., 2009, str. 151. Also Lee: „Plain vanilla is a term used to describe a standard deal, e.g. the most basic type of interest

standardizované derivátové kontrakty anebo sice deriváty individuálně sjednané, ale s obvyklou strukturou.<sup>138</sup> Jako nejčastější druhy klasických derivátů se většinou uvádějí futures, forwardy, swapy a opce ve své základní podobě.

### 1.5.2. Charakteristika tzv. „moderních“ derivátů

Jako exotické deriváty se označují deriváty s neobvyklým podkladovým aktivem nebo se složitou či neobvyklou strukturou.<sup>139</sup>

Jako příklady různých druhů moderních derivátů se nejčastěji uvádí např. deriváty na počasí, deriváty na emisní povolenky, různé deriváty na energie, kreditní deriváty, islámské deriváty, katastrofické deriváty, úvěrové deriváty a také poměrně široké spektrum „exotických opcí“ – různými způsoby modifikovaných opcí.

Pro moderní deriváty je typické, že zpočátku jsou moderní derivátové kontrakty uzavírány na *over-the-counter* (OTC) trzích, a až posléze (pokud ovšem vůbec) začnou být obchodovány také na burze (přukopníky v obchodování s moderními kontrakty – především ve formě futures a opcí - jsou Chicagská burza „Chicago Mercantile Exchange“ – „CME“ a Frankfurtská burza „Eurex“).<sup>140</sup>

Lze také říct, že moderní deriváty jsou méně likvidní než klasické deriváty. Jelikož jsou moderní OTC deriváty většinou konstruovány tak, aby pokrývaly určitá specifická rizika individuálního subjektu, je obtížné najít jiný subjekt podléhající naprosto shodným druhům a velikostím rizik, který by měl o tento derivát zájem.<sup>141</sup> I burzovní moderní deriváty ovšem mají nižší likviditu než burzovní deriváty klasické.

---

rate swap is known as a „plain vanilla swap.“ LEE, Cheng F., LEE, Alice C. Encyclopedia of Finance. First Edition, Springer, 2006, p. 207.

<sup>138</sup> „Standard derivative products are where there is either a standardised contract or a negotiated but common structure.“ LOADER, David. Clearing and Settlement of Derivatives. First Published 2005, Elsevier Butterworth-Heinemann, 2005, p. 23.

<sup>139</sup> PLÍVA, Stanislav. ELEK, Štefan. LIŠKA, Petr. MAREK, Karel. Bankovní obchody. První vydání, ASPI, a.s., 2009, str. 151.

<sup>140</sup> DORFLEITNER, Gregor. WIMMER, Maximilian. The pricing of temperature futures at the Chicago Mercantile Exchange. 2009, p. 2.

<sup>141</sup> Tichý k tomu uvádí: „...exotické opce jsou tvořeny především k uspokojení konkrétních potřeb korporací či jiných zájemců a umožňují zakomponovat přesná očekávání ohledně budoucího vývoje. To mimo jiné snižuje likviditu kontraktu.“ TICHÝ, Tomáš. Finanční deriváty. První vydání, VŠB – Technická univerzita Ostrava, 2006, str. 37.

Dále, jak už z povahy věci vyplývá, naprostá většina moderních derivátů (např. deriváty na počasí), jsou deriváty s peněžitým vypořádáním, protože fyzické vypořádání (dodání podkladového aktiva) zde není možné.<sup>142</sup>

## **1.6 Hlavní druhy „klasických“ derivátů**

Deriváty lze dělit z mnoha různých hledisek. Tato podkapitola nemá za cíl podat vyčerpávající výčet kritérií, podle nichž lze druhy třídit (což snad vzhledem k různorodosti derivátů ani není možné), ale uvést základní kritéria, pomocí nichž je třídění derivátů většinou prováděno.

### **1.6.1. Druhy derivátů obecně**

Podle druhů se klasické deriváty člení na pevné termínové operace a opce (tj. opční termínové operace).<sup>143</sup> Pevné termínové operace jsou nepodmíněné, to znamená, že obě strany mají právo i povinnost sjednaný obchod splnit. Patří mezi ně futures, forwardy a swapy. Naopak opční deriváty (opce, podmíněné deriváty) dávají kupujícímu opce právo, avšak nikoliv povinnost k provedení určitého obchodu v budoucnosti (za podmínek stanovených v opci).<sup>144</sup>

Dále lze deriváty dělit na tzv. burzovní („*exchange*“) deriváty a mimoburzovní, tzv. OTC („*over-the-counter*“) deriváty. Burzovní deriváty jsou standardizované kontrakty, se kterými se obchoduje na regulovaném trhu, OTC deriváty jsou individuálně sjednané kontrakty, které jsou obchodovány soukromě přímo mezi protistranami.<sup>145</sup>

Naprostá většina derivátů jsou deriváty s peněžitým vypořádáním, to znamená, že na konci derivátového kontraktu se jeho strany finančně vyrovnají, aniž by si vzájemně předali podkladové aktivum. Do této skupiny patří také deriváty s imateriální podkladovou proměnnou, protože jak vyplývá z její podstaty, ta ani dodána být nemůže. Druhou,

---

<sup>142</sup> DORFLEITNER, Gregor. WIMMER, Maximilian. The pricing of temperature futures at the Chicago Mercantile Exchange. 2009, p. 2.

<sup>143</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2005, str. 17.

<sup>144</sup> PLÍVA, Stanislav. ELEK, Štefan. LIŠKA, Petr. MAREK, Karel. *Bankovní obchody*. První vydání, ASPI, a.s., 2009, str. 150, 151.

<sup>145</sup> JEWSON, Stephen, BRIX, Anders, ZIEHMANN, Christine. *Weather Derivative Valuation: The Meteorological, Statistical, Financial and Mathematical Foundations*. First published in print format 2005, Cambridge University Press, 2005, p. 7.

podstatně menší skupinu tvoří deriváty s fyzickým vypořádáním (dodáním podkladového aktiva), sem patří např. některé komoditní deriváty.<sup>146</sup>

Podle druhu rizik (tržní a úvěrové) a kategorií tržního rizika (úrokové, měnové, akciové a komoditní riziko), se deriváty dělí na úrokové, měnové, akciové, komoditní a úvěrové deriváty.<sup>147</sup> Pomocí derivátů na tržní rizika se lze zajišťovat proti tržním (cenovým) rizikům, pomocí derivátů na úvěrové riziko se lze zajistit proti úvěrovému riziku (plnění u derivátů na úvěrové riziko je odvozováno od určité právní či jiné skutečnosti).<sup>148</sup>

Jedním z dalších (dříve)<sup>149</sup> používaných dělení bylo dělení derivátů na finanční deriváty a komoditní deriváty.<sup>150</sup> Toto dělení bylo dáno především historickým vývojem derivátů, kdy na počátku vývoje derivátů stály právě deriváty na komodity<sup>151</sup>, později se pak vyvinuly deriváty na různé finanční nástroje. Vzhledem k rozvoji nových (moderních) druhů derivátů s nejrozmanitějšími podkladovými proměnnými toto dělení však postupně ztrácí na významu a stává se překonaným.

### 1.6.2. Forwardy

Forward je derivát s vypořádáním dvou podkladových nástrojů v jednom okamžiku v budoucnosti.<sup>152</sup> Prakticky se jedná o kontrakt na výměnu podkladových nástrojů k určitému budoucímu datu, přičemž vypořádání je delší, než je běžné na spotovém trhu.<sup>153</sup> S forwardy se obchoduje na OTC trzích, obvykle se uzavírají mezi dvěma finančními

---

<sup>146</sup> PLÍVA, Stanislav. ELEK, Štefan. LIŠKA, Petr. MAREK, Karel. Bankovní obchody. První vydání, ASPI, a.s., 2009, str. 151.

<sup>147</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 54.

<sup>148</sup> DVORÁK, Petr. Deriváty. Druhé, přepracované vydání, Nakladatelství Oeconomica, 2008, str. 34.

<sup>149</sup> Rejnuš k tomu uvádí: „V současné době již nelze komoditní trhy oddělovat tak striktně od trhů finančních investičních instrumentů, jako tomu bylo ještě v nedávné minulosti, protože mezi nimi existují stále těsnější vazby.“ REJNUŠ, Oldřich. Novodobý význam burzovního obchodování komodit in KOLEKTIV AUTORŮ. Komoditní derivátové obchody – Sborník vybraných příspěvků z 6. Mezinárodní vědecké konference. Vydání první, vydala Mendelova zemědělská a lesnická univerzita v Brně, Provozně ekonomická fakulta, 2006, str. 29 a násl.

<sup>150</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 63.

<sup>151</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 100.

<sup>152</sup> „A forward contract is particularly simple derivative. It is an agreement to buy or sell an asset at a certain future time for a certain price.“ HULL, John, C. Options, Futures, and Other Derivatives. 5th edition, Prentice Hall, 2002, p. 2.

<sup>153</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 177.

institucemi nebo mezi finanční institucí a jedním z jejich klientů.<sup>154</sup> Uzavření forwardu je vlastně „metodou zafixování ceny za podkladový nástroj bez ohledu na vývoj spotové ceny podkladových nástrojů od data sjednání kontraktu až do data vypořádání.“<sup>155</sup>

Tyto kontrakty nejsou standardizované a výsledná podoba jejich konkrétních ustanovení je dána vyjednáváním smluvních stran. Jsou proto velmi nelikvidními nástroji, které nelze zrušit bez vzájemné dohody obou stran.<sup>156</sup> Také u nich mnohem častěji než u futures (viz níže) dochází k efektivnímu dodání, čili ke skutečnému převodu podkladového aktiva z prodávajícího na kupujícího.<sup>157</sup>

Patrně nejvýznamnějším forwardem je tzv. dohoda o forwardové úrokové míře („*forward rate agreement*“, „FRA“).<sup>158</sup> Dohoda o forwardové úrokové míře je úrokový forward<sup>159</sup> na výměnu pevné částky hotovosti v jedné měně za dosud neznámou částku hotovosti odvozenou od určité referenční úrokové míry, a to v téže měně a s čistým vypořádáním hotovostí. Plnění z FRA představuje diskontovaný rozdíl dvou naběhlých úroků po úrokové období.<sup>160</sup>

### 1.6.3. Futures

Futures jsou smlouvou o koupi či prodeji určitého aktiva za sjednanou cenu v určitém čase v budoucnosti.<sup>161</sup> Od forwardů se liší především v tom, že jsou to

---

<sup>154</sup> HULL, John, C. *Options, Futures, and Other Derivatives*. 5th edition, Prentice Hall, 2002, str. 2. Josef Jílek k tomu uvádí, že „Formálně neexistuje k obchodování s forwardy žádné místo a neexistuje ani sekundární trh, neboť se v podstatě jedná o kontrakty podle potřeb obou stran. K dohodám dochází přímo mezi stranami.“ JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 179.

<sup>155</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 181.

<sup>156</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 180.

<sup>157</sup> BAKEŠ, KARFÍKOVÁ, KOTÁB, MARKOVÁ a kolektiv. *Finanční právo*. 5. upravené vydání, C. H. Beck, 2009, str. 431.

<sup>158</sup> „A forward rate agreement or FRA is a forward contract in which the underlying is an interest rate. One party agrees to make a payment at a fixed interest rate, while the other agrees to make a payment at a floating interest rate, which is determined at the expiration date.“ CHANCE, Don M., BROOKS, Robert. *An Introduction to Derivatives and Risk Management*. 7th edition, Thomson South-Western, 2008, p. 445.

<sup>159</sup> „Interest rate forward“, forward na výměnu pevné částky hotovosti v jedné měně za dosud neznámou částku hotovosti či případně za dluhový cenný papír, úvěr, vklad nebo půjčku, a o v téže měně. JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, p. 177.

<sup>160</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 178.

<sup>161</sup> HULL, John, C. *Fundamentals of Futures and Options Markets*. 4th edition, Prentice Hall, 2002, p. 1. „...příčemž vypořádání je delší, než je zvyklost na spotovém trhu.“ JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 186.

standardizované burzovní kontrakty obchodované na termínových burzách, kde dochází k nákupu a prodeji na těchto burzách kotovaných druhů kontraktů typu futures.<sup>162</sup>

Pojem standardizace znamená, že je přesně určeno množství, kvalita a termín dodání základního instrumentu a základní instrument je proto vždy vyjádřen v určitém minimálním obchodovatelném množství či jeho násobcích (tzv. lotech). Tyto parametry futures jsou každému známy, čili futures je veřejný kontrakt. Typická standardizovaná životnost kontraktu futures jsou tři měsíce.<sup>163</sup>

Ze skutečnosti, že jsou futures obchodované na burze, pak vyplývají některá jejich další specifika – zejména skutečnost, že obchody s futures podléhají každodennímu tržnímu přeceňování a že sjednávání a vypořádání futures se děje prostřednictvím clearingového centra.<sup>164</sup>

Clearingové centrum je burzovní instituce, která vystupuje jako centrální protistrana mezi oběma stranami obchodu.<sup>165</sup> V této roli centrální protistrany clearingové centrum právně figuruje v každém obchodě tím, že vystupuje jako kupující pro každého prodávajícího a jako prodávající pro každého kupujícího, čímž vlastně „nahrazuje“ původní strany obchodu<sup>166</sup> (čili kupující i prodávající futures jsou v právním vztahu s clearingovým centrem, nikoliv „přímo“ samy mezi sebou)<sup>167</sup>. Clearingové centrum může být buď oddělením v rámci burzy, nebo může existovat jako oddělená (nezávislá) právní entita vykonávající určené clearingové činnosti.<sup>168</sup>

---

<sup>162</sup> REJNUŠ, Oldřich. Teorie a praxe obchodování s cennými papíry. První vydání, Computer Press, 2004, str. 163.

<sup>163</sup> BAKEŠ, KARFÍKOVÁ, KOTÁB, MARKOVÁ a kolektiv. Finanční právo. 5. upravené vydání, C. H. Beck, 2009, str. 430.

<sup>164</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 186, 204.

<sup>165</sup> HASENPUSH, Tina P. Clearing Services for Global Markets. First published in print format 2009, Cambridge University Press, 2009, p. xxxi.

<sup>166</sup> "In this role, the clearing house is legally involved in every trade by becoming the buyer to every seller and the seller to every buyer, thus replacing the original counterparties." HASENPUSH, Tina P. Clearing Services for Global Markets. First published in print format 2009, Cambridge University Press, 2009, p. 2.

<sup>167</sup> Josef Jílek k tomu uvádí, že „Tak každý kontrakt se rozděluje na dva kontrakty, tj. na kontrakt mezi kupujícím a clearingovým centrem a na kontrakt mezi prodávajícím a clearingovým centrem. U clearingového systému má každá strana závazek či pohledávku vůči clearingovému centru.“ JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 207. Z právního hlediska je pak otázka, jestli tato úvaha „jednoho kontraktu rozdělujícího se na dva kontrakty“ obстоjí, případně jaká konkrétní právní skutečnost vede k tomuto „dělení“. Jako správnější se dle mého názoru jeví od počátku nahlížet na tuto transakci jako na kontrakty dva, které ve svém souhrnu potom tvoří futures.

<sup>168</sup> „...clearing house, which can either be a department of an exchange or a separate (independent) legal entity carrying out the designated function of clearing.“ HASENPUSH, Tina P. Clearing Services for Global Markets. First published in print format 2009, Cambridge University Press, 2009, p. 2.

Jednou z největších výhod této konstrukce je, že na rozdíl od forwardů u futures prakticky neexistuje úvěrové riziko<sup>169</sup>, neboť clearingové centrum garantuje, že obě strany futures dostojí svým závazkům.<sup>170</sup>

Každodenní tržní přeceňování futures pak zjednodušeně znamená, že při investování do futures je nutno složit určitou peněžní částku, tzv. marži („margin“) jako záruku, že strana dostojí svým závazkům, a výše této marže je přehodnocována a vypořádávána na každodenní bázi. U futures tedy (na rozdíl od forwardů) nastávají peněžní toky již před splatností.<sup>171</sup> Při vypršení doby životnosti futures dochází často pouze k vyrovnání v penězích a to v nízkých částkách, protože většina hodnoty peněžního vyrovnání již byla uhrazena prostřednictvím průběžného tržního přeceňování.<sup>172</sup>

#### 1.6.4. Swapy

Swap<sup>173</sup> je OTC derivát s vypořádáním podkladových nástrojů (většinou peněžních toků, „cash flow“)<sup>174</sup> ve více okamžicích v budoucnosti. Swap je kontrakt na výměny

---

<sup>169</sup> Úvěrové riziko („credit risk“) je rizikem ztráty ze selhání („default“) partnera (dlužníka) tím, že nedostojí svým závazkům podle podmínek kontraktu, a tím způsobí držiteli pohledávky (věřiteli) ztrátu. JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 133.

<sup>170</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 206. Podobně Hull: „As the two parties to the contract do not necessarily know each other, the exchange also provides a mechanism that gives the two parties a guarantee that the contract will be honored.“ HULL, John, C. Options, Futures, and Other Derivatives. 5th edition, Prentice Hall, 2002, p. 5 či Kolb a Overdahl: “The point is that marking-to market coupled with daily price limits serve to reduce exposure to credit risk.” KOLB, Robert W., OVERDAHL, James A. Financial Derivatives. First Edition, John Wiley & Sons, Inc., 2003, p. 6.

<sup>171</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 189.

<sup>172</sup> BAKEŠ, KARFÍKOVÁ, KOTÁB, MARKOVÁ a kolektiv. Finanční právo. 5. upravené vydání, C. H. Beck, 2009, str. 431.

<sup>173</sup> První swap byl uzavřen v roce 1981 mezi IBM a Světovou bankou. Mezi lety 1987 a 2001 rostlo používání swapů roční souhrnnou mírou 39.1% (v roce 2001 byla podle organizace ISDA celková nominální hodnota swapových kontraktů 69,2 biliónů dolarů), přičemž tento růst trhu se swapy byl vůbec nejrychlejším růstem jakéhokoliv finančního produktu v historii. KOLB, Robert W., OVERDAHL, James A. Financial Derivatives. First Edition, John Wiley & Sons, Inc., 2003, p. 12.

<sup>174</sup> „A swap is an agreement between two or more parties to exchange sets of cash flows over a period in the future.“ KOLB, Robert W., OVERDAHL, James A. Financial Derivatives. First Edition, John Wiley & Sons, Inc., 2003, p. 10. Shodně Bakeš: „Swap ... je výměna dvou rozdílných peněžitých toků mezi dvěma subjekty ve smluveném období.“ BAKEŠ, KARFÍKOVÁ, KOTÁB, MARKOVÁ a kolektiv. Finanční právo. 5. upravené vydání, C. H. Beck, 2009, str. 434.

podkladových nástrojů k více okamžikům v budoucnosti, čili swap představuje v podstatě několik forwardů s postupnou výměnou podkladových nástrojů.<sup>175</sup>

Nejčastěji sjednávaným swapem je pravděpodobně swap úrokový, kde platba jedné ze stran je fixní (např. výplata úroku v konstantní výši, „*fixed rate*“) a platba druhé strany je proměnlivá, takzvaně plovoucí (např. výše úroku je navázána na referenční sazbu mezibankovního trhu LIBOR<sup>176</sup>, „*floating rate*“).<sup>177</sup> Obě strany si tedy vlastně „prohodí“ své expozice vůči věřitelům (tzv. pasivní úrokový swap) nebo své příjmy z úrokových plateb úvěrů (aktivní úrokový swap).<sup>178</sup>

Touto výměnou ovšem z právního hlediska nedochází v důsledku swapové transakce k záměně dlužníků či věřitelů původního závazkového vztahu, ale dlužníci či věřitelé si pouze vyměňují své ekonomické pozice a rizika.<sup>179</sup>

Úrokový swap popsany výše se (jako jeden ze základních druhů swapů, „*basic swap*“<sup>180</sup>) označuje jako „*plain vanilla swap*“. Některé druhy plain vanilla swapů (přestože je swap OTC derivátem) mohou být do velké míry standardizované, podobně jako standardizace termínů kontraktů obchodovaných na burze. U dalších druhů swapů (neplain vanilla swapů, „aromatizovaných swapů“ – „*flavoured swaps*“) pak může docházet k modifikaci termínů kontraktu tak, aby odpovídaly konkrétním potřebám smluvních stran.<sup>181</sup>

Za exotické swapy pak lze označit tzv. koktejlové swapy („*coctail swap*“, „*multi leg swap*“) což jsou swapy, které v sobě kombinují několik základních druhů úrokových nebo i měnových swapů, a na nichž participují vždy více než dva subjekty a obvykle i subjekt zprostředkující (nejčastěji banka).<sup>182</sup>

---

<sup>175</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 331.

<sup>176</sup> London Interbank Offered Rate. Úroková sazba, za kterou si banky vzájemně půjčují na londýnském mezibankovním trhu. Výše plovoucí platby ale může být vázána na jakoukoliv jinou referenční sazbu.

<sup>177</sup> TICHÝ, Tomáš. Finanční deriváty. První vydání, VŠB – Technická univerzita Ostrava, 2006, str. 22.

<sup>178</sup> BAKEŠ, KARFÍKOVÁ, KOTÁB, MARKOVÁ a kolektiv. Finanční právo. 5. upravené vydání, C. H. Beck, 2009, str. 435.

<sup>179</sup> BAKEŠ, KARFÍKOVÁ, KOTÁB, MARKOVÁ a kolektiv. Finanční právo. 5. upravené vydání, C. H. Beck, 2009, str. 434.

<sup>180</sup> LEE, Cheng F., LEE, Alice C. Encyclopedia of Finance. First Edition, Springer, 2006, p. 30.

<sup>181</sup> KOLB, Robert W., OVERDAHL, James A. Financial Derivatives. First Edition, John Wiley & Sons, Inc., 2003, p. 10.

<sup>182</sup> BAKEŠ, KARFÍKOVÁ, KOTÁB, MARKOVÁ a kolektiv. Finanční právo. 5. upravené vydání, C. H. Beck, 2009, str. 436.



### 1.6.5. Opce

Obecně představuje opce právo učinit ve stanovenou dobu a za předem stanovených podmínek obchod s předem stanoveným aktivem. Vlastník opce má právo se v době zralosti opce rozhodnout, zda vymezený obchod učiní či ne.<sup>183</sup>

Z hlediska vzájemných práv a povinností subjektů opce má na rozdíl od výše uvedených druhů derivátů u opce pouze jedna strana povinnost na požádání druhé strany sjednaný obchod splnit (za což obdrží platbu, tzv. opční prémii), zatímco druhá strana má právo volby, zda bude požadovat splnění obchodu, či nikoli. Pokud není opční právo vlastníkem opce uplatněno do stanoveného dne splatnosti opce, opce propadá bez jakéhokoli plnění a opce se stává bezcennou.<sup>184</sup>

Základním dělením opcí je dělení na kupní opce („*call option*“), u které má držitel opce právo na koupi podkladového aktiva za určitou cenu, a prodejní opce („*put option*“), u které má držitel opce právo na prodej podkladového aktiva za určitou cenu (tomu korespondují povinnosti druhé strany).<sup>185</sup> Tyto kupní a prodejní opce, jako opce s nejjednodušší výplatní funkcí, se označují jako „plain vanilla“ opce<sup>186</sup> nebo také jako tzv. „opce první generace“.<sup>187</sup>

Podle možnosti okamžiku uplatnění opce se pak rozlišují tzv. evropská opce a tzv. americká opce. U evropské opce může nastat její uplatnění pouze v okamžiku její expirace, zatímco americká opce může být uplatněna kdykoli v průběhu své životnosti. Název evropská opce a americká opce ovšem neznamená, že by se s tímto typem opce obchodovalo na daných kontinentech, je pouze ustáleným označením pro daný typ opce.<sup>188</sup> Modifikací těchto dvou typů opcí jsou např. opce označované jako bermudská opce nebo atlantická (islandská) opce. Bermudskou opci lze uplatnit jen k určeným datům během trvání opce, atlantickou opci lze uplatnit jen v průběhu stanovených období před splatností.<sup>189</sup>

---

<sup>183</sup> TICHÝ, Tomáš. Finanční deriváty. První vydání, VŠB – Technická univerzita Ostrava, 2006, str. 25.

<sup>184</sup> PLÍVA, Stanislav. ELEK, Štefan. LIŠKA, Petr. MAREK, Karel. Bankovní obchody. První vydání, ASPI, a.s., 2009, str. 156.

<sup>185</sup> REJNUŠ, Oldřich. Teorie a praxe obchodování s cennými papíry. První vydání, Computer Press, 2004, str. 169.

<sup>186</sup> TICHÝ, Tomáš. Finanční deriváty. První vydání, VŠB – Technická univerzita Ostrava, 2006, str. 26.

<sup>187</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 337.

<sup>188</sup> REJNUŠ, Oldřich. Teorie a praxe obchodování s cennými papíry. První vydání, Computer Press, 2004, str. 169, 170.

<sup>189</sup> PLÍVA, Stanislav. ELEK, Štefan. LIŠKA, Petr. MAREK, Karel. Bankovní obchody. První vydání, ASPI, a.s., 2009, str. 157.

### 1.6.6. Opční listy („Warranty“)

Označení „warranty“ se používá běžně ve dvou významových smyslech, a to buď jako cenný papír spojený s uskladněným zbožím (pak jde např. o skladištní list podle § 528 ObchZ) anebo jako cenný papír spojený s jakoukoliv opcí (pak jde např. o opční listy podle §217a ObchZ).<sup>190</sup> Warrant jako derivát je pak chápán v tomto druhém významovém smyslu.

Rejnuš uvádí, že opční list je v podstatě dlouhodobou americkou kupní opcí, jež opravňuje svého majitele v průběhu určitého období ke koupi příslušného finančního instrumentu za předem pevně stanovenou cenu.<sup>191</sup> Nejčastěji se opční listy na kapitálovém trhu vyskytují v podobě call opce emitované určitou společností na její vlastní kmenové akcie.<sup>192</sup>

Definici warrantu lze nalézt v § 2 odst. 2 písm. f) vyhlášky č. 333/2002 Sb.<sup>193</sup>, kde se stanoví, že:

*„warrantem (se rozumí, pozn. aut.) cenný papír, se kterým je spojeno právo jeho držitele koupit nástroj za dohodnutou cenu v době do splatnosti nebo v den splatnosti warrantu. K vypořádání může dojít buď formou dodání nástroje, nebo hotovosti.“*

Podle této definice se jedná o jakýkoliv opční list, nejen o opcí americkou, ale i evropskou. Toto vymezení warrantů ve vyhlášce č. 333/2002 Sb. je ovšem pouze pro vlastní potřeby této vyhlášky, a nikoliv obecně platné.<sup>194</sup>

### 1.7 Typy podkladových proměnných (underlying) a jejich zvláštnosti

Jak je uvedeno v kapitole definice derivátu výše, je jedním ze základních znaků derivátů to, že jsou odvozeny (derivovány) od jiných aktiv / nástrojů / hodnot / proměnných / bázičích instrumentů (anglicky „underlying“).

<sup>190</sup> RABAN, Přemysl. Warranty v našem právu. Právní rozhledy, 2003, číslo 6, str. 270 a násl.

<sup>191</sup> REJNUŠ, Oldřich. Teorie a praxe obchodování s cennými papíry. První vydání, Computer Press, 2004, str. 176. Toto je podle Rabana užší chápání warrantů v české literatuře, protože v zahraničí (např. v anglickém pojetí) se warrant chápe jako v listině ztělesněná jakákoliv call nebo put opce. RABAN, Přemysl. Warranty v našem právu. Právní rozhledy, 2003, číslo 6, str. 270 a násl.

<sup>192</sup> RABAN, Přemysl. Warranty v našem právu. Právní rozhledy, 2003, číslo 6, str. 270 a násl.

<sup>193</sup> Vyhláška České národní banky č. 333/2002 Sb., kterou se stanoví pravidla obezřetného podnikání ovládajících osob na konsolidovaném základě.

<sup>194</sup> § 2 odst. 2 vyhlášky č. 333/2002 Sb. začíná větěm „Pro účely této vyhlášky se dále rozumí...“.

Dříve výlučně používaný termín „podkladové aktivum“<sup>195</sup> či „podkladový nástroj“ je v současné době nutno odlišovat od termínu „podkladová hodnota“ či „podkladová proměnná“<sup>196</sup>. V souvislosti s vývojem moderních derivátů již totiž nelze mluvit pouze o podkladovém *aktivu*<sup>197</sup>. Jako podkladové aktivum lze označit v případě finančních derivátů např. instrumenty finančního trhu nebo v případě komoditních derivátů např. nerostné suroviny či zemědělské plodiny (kde by patrně bylo vhodnější právě označení hodnota). Označení proměnná je pak vhodné i pro nejnovější nástroje odvozené např. od klimatických ukazatelů, přepravních tarifů, emisních povolenek, míry inflace, jiných statistických údajů, přenosové kapacity telekomunikačních sítí, skladovací, přenosové nebo dopravní kapacity pro komodity, ceny energií (např. ceny zemního plynu či elektrické energie), výsledků ekonomických procesů a jiných faktických či imaginárních ukazatelů, hodnot, údajů a veličin.<sup>198</sup> Tyto terminologické rozdíly však většinou ještě nejsou ustáleny a jejich používání není důsledné (patrně nejčastěji se používá pojem podkladové aktivum).<sup>199</sup>

Podkladových proměnných může být celá řada, přičemž neexistuje jejich jednotné vymezení či výčet. Demonstrativní výčty podkladových proměnných se u jednotlivých autorů liší a nakonec bývá často uváděno „a další/jiné proměnné“ pokud by snad autor na některé možné proměnné pozapomněl či pokud by jeho fantazie nesahala dostatečně daleko (např. u proměnných moderních derivátů). Potenciální bezbřehost podkladových proměnných, od nichž mohou být deriváty odvozeny, podtrhuje i americký účetní standard FAS 133, když uvádí: „*Nicméně podkladovou proměnnou může být jakákoliv proměnná hodnota, jejíž změny jsou pozorovatelné či jinak objektivně ověřitelné.*“<sup>200</sup>

---

<sup>195</sup> „Underlying Asset: The asset whose price determines the profitability of a derivative. For example, the underlying asset for a purchased call is the asset that the call owner can buy by paying the strike price.“ LEE, Cheng F., LEE, Alice C. Encyclopedia of Finance. First Edition, Springer, 2006, p. 279.

<sup>196</sup> „Underlying Variable: A variable on which the price of an option or other derivative depends.“ LEE, Cheng F., LEE, Alice C. Encyclopedia of Finance. First Edition, Springer, 2006, p. 279.

<sup>197</sup> „The term underlying asset, however, is somewhat confusing and misleading. ... the underlying ... might also be some other random element such as the weather, which is not an asset.“ CHANCE, Don M., BROOKS, Robert. An Introduction to Derivatives and Risk Management. 7th edition, Thomson South-Western, 2008, p. 4.

<sup>198</sup> BAKEŠ, KARFÍKOVÁ, KOTÁB, MARKOVÁ a kolektiv. Finanční právo. 5. upravené vydání, C. H. Beck, 2009, str. 428. Viz také ZÁŠKODNÝ, Přemysl. PAVLÁT, Vladislav. BUDÍK, Josef. Finanční deriváty a jejich oceňování. První vydání, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2007, str. 11.

<sup>199</sup> Tomuto terminologickému problému by se dalo elegantně vyhnout používáním pojmu „bázický (podkladový) instrument“, ten však, snad díky své přílišné „techničnosti“ není používán často.

<sup>200</sup> „However, an underlying may be any variable whose changes are observable or otherwise objectively verifiable.“ Financial Accounting Standards Board of the Financial Accounting Foundation. Statement of Financial Accounting Standards No. 133 (Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities). June 1998, p. 34.

Nicméně i americký účetní standard poté uvádí, že „*podkladová proměnná je obvykle jedna či kombinace následujících hodnot:*

- 1) *Cena cenného papíru (cenných papírů) či index ceny cenných papírů;*
- 2) *Cena komodity nebo index cen komodit;*
- 3) *Úroková míra nebo index úrokových měř;*
- 4) *Úvěrové hodnocení nebo index úvěrových hodnocení;*
- 5) *Měnový kurz nebo index měnových kurzů;*
- 6) *Index pojištění nebo index ztráty z katastrof;*
- 7) *Klimatické či geologické ukazatele (jako např. teplota, síla zemětřesení nebo srážky), jiná fyzikální proměnná nebo související index.*“<sup>201</sup>

Z tohoto orientačního výčtu můžeme vyjít při pokusech o klasifikaci jednotlivých druhů podkladových proměnných a jejich odlišností. Historicky byly podkladovým aktivem nejdříve např. cenné papíry či komodity. To jsou aktiva, o kterých můžeme říct, že mají sama o sobě (*per se*) určitou hodnotu. Naopak úroková míra, úvěrové hodnocení, měnový kurz či jejich různé indexy jsou již abstraktnější veličiny, kdy například hodnota indexu je odvozena od většího počtu jiných nástrojů či ukazatelů (od jejich koše, „*basket*“). Index reálně neexistuje jako obchodovatelné zboží, a nelze jej tedy vůbec prodat, koupit ani dodat.<sup>202</sup> Hodnoty uvedené pod bodem 7 (klimatické a geologické ukazatele či jiné fyzikální proměnné) pak již existují a nabírají různých hodnot nezávisle na chodu kapitálového trhu a jsou buď velmi obtížně či zcela nepředvídatelné.

## **2. Specifika moderních typů derivátů**

Mohli bychom říct, že existují dvě kategorie moderních derivátů. První kategorie je charakteristická tím, že vychází z klasických derivátových nástrojů, které jsou ale v určitém parametru významně modifikovány (např. exotické opce – viz níže), nebo

---

<sup>201</sup> “Appendix A: Implementation Guidance. An underlying usually is one or a combination of the following: (1) A security price or security price index (2) A commodity price or commodity price index (3) An interest rate or interest rate index (4) A credit rating or credit index (5) An exchange rate or exchange rate index (6) An insurance index or catastrophe loss index (7) A climatic or geological condition (such as temperature, earthquake severity, or rainfall), another physical variable, or a related index.” Financial Accounting Standards Board of the Financial Accounting Foundation. Statement of Financial Accounting Standards No. 133 (Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities). June 1998, p. 208.

<sup>202</sup> BAKEŠ, KARFÍKOVÁ, KOTÁB, MARKOVÁ a kolektiv. Finanční právo. 5. upravené vydání, C. H. Beck, 2009, str. 430.

dochází k jejich vzájemné kombinaci. Pro druhou kategorii je pak významné použití určité dříve neobvyklé, abstraktní proměnné.

Dělení moderních derivátů na tyto dvě kategorie přiléhavě ilustruje podtitul knihy prof. Gemana „Pojištění a deriváty na počasí: od exotických opcí k exotickým podkladovým proměnným.“<sup>203</sup>

## **2.1. Podkladová proměnná**

Kvalitativní změny v podkladové proměnné u moderních derivátů bychom zjednodušeně mohli shrnout následovně: „imaterializace“ podkladové proměnné, což znamená, že jako podkladová proměnná nevystupuje reálné aktivum (jako např. komodita či akcie), nýbrž určitý (např. klimatický) ukazatel či určitá událost (např. katastrofická událost, změna úvěrového hodnocení); s touto podkladovou proměnnou samotnou nelze obchodovat<sup>204</sup>; podkladovou proměnnou není možné reálně dodat, čili na konci životnosti kontraktu dochází k peněžitému vyrovnání, není možné fyzické dodání. Některé z těchto proměnných jsou také nezávislé na vývoji kapitálového trhu – např. počasí je naprosto nezávislé na pohybech akcií, dluhopisů či trhu s úvěry.<sup>205</sup>

Relativní nezávislost těchto „moderních“ proměnných na pohybu kapitálového trhu má dva důsledky. Jednak se kvantifikace těchto proměnných neodvívá od ukazatelů kapitálového trhu, čili dostává se do popředí role různých informačních (např. meteorologických) agentur, které tyto veličiny sledují a měří<sup>206</sup>, a jednak vystupují do popředí metodiky oceňování derivátů navázaných na tyto ukazatele, které jsou zatím

---

<sup>203</sup> GEMAN, Helyette. Insurance and Weather Derivatives: From exotic options to exotic underlyings. First edition, Risk Books, 1999.

<sup>204</sup> „Weather trading is, in essence, unlike other financial and commodity markets. For a start, there is no tradable underlying instrument.“ NICHOLLS, Mark. *Confounding the Forecasts*. Environmental Finance – October 2004, Updated July 2008. Campbell k tomu shodně uvádí: „... the underlying object ... is not traded in a spot market“. CAMPBELL, Sean D. DEIBOLD, Francis X. Weather Forecasting for Weather Derivatives. Center for Financial Studies Working Paper No. 2004/10. Revised version. January 2004, p. 1.

<sup>205</sup> „As an asset class, weather risk has a strong selling point – it is completely independent of movements in equity, bond or credit markets.“ NICHOLLS, Mark. *Confounding the Forecasts*. Environmental Finance – October 2004, Updated July 2008.

<sup>206</sup> Chance k tomu uvádí, že „Weather is an excellent variable on which risk can be measured. Weather is typically a highly quantifiable variable.“ CHANCE, Don M. *Essays in Derivatives: Risk-Transfer Tools and Topics Made Easy*. Second Edition, John Wiley & Sons, 2008, p. 99. a dále Campbell: „Weather forecasting is crucial to both the demand and supply sides of the weather derivatives market ... Hence, the only way to price options reliably is by using forecasts of the underlying weather variable ... This again raises the crucial issue of how to construct good weather forecasts“ CAMPBELL, Sean D. DEIBOLD, Francis X. Weather Forecasting for Weather Derivatives. Center for Financial Studies Working Paper No. 2004/10. Revised version. January 2004, p. 2.

poměrně nerozpracované. U těchto derivátů je velmi obtížné stanovit jejich skutečnou hodnotu a často může docházet k tomu, že jejich cena se neshoduje s mírou rizik s těmito deriváty spojenými.<sup>207</sup>

### **Podkladová proměnná derivátů na počasí**

Pokud vezmeme deriváty na počasí, většina těchto kontraktů je sjednávána jako OTC deriváty, což znamená, že strany si mohou samy určit klimatickou proměnnou. Může jí být například teplota, množství srážek, síla větru, vlhkost, sluneční svit, velikost průtoku řek, teplota povrchu moře a další.<sup>208</sup>

Podkladovou proměnnou derivátů na počasí může být také index odvozený od jednoho či více klimatických ukazatelů<sup>209</sup>, nebo od určité události („*event indices*“, „*critical day indices*“) <sup>210</sup>. Tento klimatický index vlastně definuje, jakým způsobem jsou změny v počasí zabudovány do derivátového kontraktu a jakým způsobem tyto změny ovlivní finanční vyrovnání stran při vypršení kontraktu.<sup>211</sup> Deriváty na počasí obchodované na burze jsou nejčastěji odvozeny od teploty<sup>212</sup> pomocí konceptu „*heating degree days*“ a „*cooling degree days*“<sup>213</sup> (viz níže), nicméně na Chicagských burzách CME a CBOT byly

---

<sup>207</sup> Dorfleitner a Wimmer k tomu uvádí: „Since underlying of weather derivatives is not tradable, the pricing of these instruments is less straightforward than it is for other derivatives and leads to several possible valuation techniques...“ DORFLEITNER, Gregor. WIMMER, Maximilian. The pricing of temperature futures at the Chicago Mercantile Exchange. 2009, p. 2.

<sup>208</sup> James k tomu uvádí, že „... firms are now able to trade the weather dimension of their risk, separate from any physical dimensions ... We are seeing increased interest in trading weather as a forecast product, rather than the actuarially valued measure it started as.“ JAMES, Tom. Energy price risk. First edition, Palgrave Macmillan, 2003, p. 93.

<sup>209</sup> „Weather index ... represents the weather conditions against which protection is being sought.“ JEWSON, Stephen, BRIX, Anders, ZIEHMANN, Christine. Weather Derivative Valuation: The Meteorological, Statistical, Financial and Mathematical Foundations. First published in print format 2005, Cambridge University Press, 2005, p. 4.

<sup>210</sup> Většinou jsou „*event indices*“ odvozeny od vzniku určité meteorologické události nebo od překročení určité limitní hodnoty daného klimatického ukazatele. JEWSON, Stephen, BRIX, Anders, ZIEHMANN, Christine. Weather Derivative Valuation: The Meteorological, Statistical, Financial and Mathematical Foundations. First published in print format 2005, Cambridge University Press, 2005, p. 18.

<sup>211</sup> Jako příklad různých konstrukcí indexů lze uvést tzv. „*spread*“, kdy index je založen na rozdílu v počasí (přesněji ve zvoleném klimatickém ukazateli) mezi dvěma místy, nebo „*baskets*“, kdy index je založen na stavu počasí na více různých místech. JEWSON, Stephen, BRIX, Anders, ZIEHMANN, Christine. Weather Derivative Valuation: The Meteorological, Statistical, Financial and Mathematical Foundations. First published in print format 2005, Cambridge University Press, 2005, p. 19,25,26.

<sup>212</sup> Referenčním místem pro měření teploty pro tyto účely jsou většinou velká města v USA, ale s nárůstem používání derivátů na počasí i další města v Evropě či Japonsku.

<sup>213</sup> Volně by se dalo přeložit jako „*teplé dny*“ a „*chladné dny*“.

obchodovány i kontrakty odvozené od indexu síly hurikánů, počtu dnů kdy mrzne, počtu dnů, kdy padá sníh, či kontrakty odvozené od výše pojistné škody způsobené hurikány a zemětřeseními.<sup>214</sup>

Jednoduše řečeno, počet „heating degree days“ či „cooling degree days“ je dán počtem stupňů průměrné<sup>215</sup> denní teploty<sup>216</sup> pod či nad 65 stupňů Fahrenheit. Zjednodušeně lze říct, že je to počet dnů potřebných k dosažení „rovnovážné“ teploty 65 °F. V ostatních zemích, kde se používá jiná jednotka měření teploty, se většinou udává jako referenční teplota 18 °C.<sup>217</sup> Tento koncept se původně vyvinul z poptávky domácností po topení či chlazení.<sup>218</sup>

### **Podkladové proměnné u ostatních moderních derivátů**

Deriváty na energie (viz níže) jsou jednoduše odvozeny od cen energií na spotovém trhu, například deriváty na elektrickou energii jsou založeny na cenách elektrické energie na spotovém trhu.<sup>219</sup> Podkladová proměnná derivátů na elektrickou energii se od podkladové proměnné derivátů na počasí liší v tom, že zatímco počasí nelze vlastnit, elektrická energie jako ovladatelná přírodní síla je způsobilá být předmětem vlastnického práva.<sup>220</sup> Od jiných podkladových *aktiv* se elektřina liší v tom, že ji nelze skladovat, ale po jejím vyrobení a distribuci přenosovou soustavou následuje její okamžitá spotřeba.<sup>221</sup>

---

<sup>214</sup> CHANCE, Don M. *Essays in Derivatives: Risk-Transfer Tools and Topics Made Easy*. Second Edition, John Wiley & Sons, 2008, p. 101.

<sup>215</sup> „Jelikož jsou heating degree days a cooling degree days kumulativní proměnné, jsou deriváty na počasí s těmito proměnnými v podstatě tzv. asijskými opcemi“ (k asijským opcím viz kapitulu exotické opce). GARCIA, Antoni Ferrer. STURZENEGGER, Franz. *Hedging Corporate Revenues with Weather Derivatives: A Case Study*. Master's Thesis. Université de Lausanne, Ecole des Hautes Etudes Commerciales, 2001, p. 73.

<sup>216</sup> Průměrná denní teplota se stanoví jako průměr nejvyšší a nejnižší denní teploty. CONSIDINE, Geoffrey. *Introduction to Weather Derivatives*. Weather Derivatives Group, Aquila Energy, p.2.

<sup>217</sup> JEWSON, Stephen, BRIX, Anders, ZIEHMANN, Christine. *Weather Derivative Valuation: The Meteorological, Statistical, Financial and Mathematical Foundations*. First published in print format 2005, Cambridge University Press, 2005, p. 12.

<sup>218</sup> JEWSON, Stephen, BRIX, Anders, ZIEHMANN, Christine. *Weather Derivative Valuation: The Meteorological, Statistical, Financial and Mathematical Foundations*. First published in print format 2005, Cambridge University Press, 2005, p. 11. shodně James: „It thus gives a proxy for the amount of energy that homes will consume heating or cooling their property to bring it back to room temperature.“ JAMES, Tom. *Energy price risk*. First edition, Palgrave Macmillan, 2003, p. 93.

<sup>219</sup> HULL, John, C. *Options, Futures, and Other Derivatives*. 5th edition, Prentice Hall, 2002, p. 681.

<sup>220</sup> § 118 odst. 1 ObčZ říká, že „Předmětem občanskoprávních vztahů jsou věci, a pokud to jejich povaha připouští, práva nebo jiné majetkové hodnoty.“ Komentář k ObčZ pak uvádí, že „Občanskoprávní teorie i praxe vymezují věc v právním (nikoliv v obecném - běžném) smyslu již tradičně ... jako ovladatelný hmotný předmět nebo ovladatelnou přírodní sílu (energií vodní, parní, sluneční, elektrickou, jadernou), které obojí slouží

Jako podkladová proměnná moderních derivátů může dokonce sloužit jiný derivát.<sup>222</sup> Například u swapce (opce na swap) je jí swap, který má majitel swapce právo uzavřít, u tzv. opcí na futures je podkladovou proměnnou kontrakt futures. Dále jako podkladová proměnná může sloužit index odvozený od více derivátů, například od celkového peněžitého vyrovnání plynoucího z deseti jiných derivátových kontraktů.<sup>223</sup>

U derivátů na emisní povolenky jsou podkladovou proměnnou tzv. emisní povolenky, které ztělesňují právo provozovatele určitého zařízení znečišťujícího životní prostředí k vypouštění škodlivých látek do ovzduší.<sup>224</sup>

U úvěrových derivátů se výsledné plnění z těchto derivátů odvíjí od úvěrového hodnocení („*credit rating*“) nebo úpadku („*default status*“) určitého referenčního subjektu či podniku.<sup>225</sup> Podkladovou proměnnou je tedy ukazatel rizikové úrokové míry tohoto subjektu či podniku („*reference entity*“).<sup>226</sup>

Podkladovou proměnnou warrantů také již zdaleka nejsou pouze kmenové akcie společnosti, která je vydala, ale jak uvádí Raban, znějí moderní warranty „již nikoliv jen na dodávku určitých produktů, nýbrž na zaplacení z nich vyplývající difference (tzv. „*covered warrants*“), nebo mající jako basicovou hodnotu individuálně sestavený koš finančních instrumentů např. podle zemí nebo branží. (tzv. „*basket-warrants*“).“<sup>227</sup>

U katastrofických derivátů, které jsou dalším druhem moderních derivátů (viz níže) je potom podkladovou proměnnou vznik určité katastrofické události, nebo jí může být index, který vyjadřuje míru rizika spojenou s určitými katastrofickými událostmi.<sup>228</sup> Jako

---

potřebám lidí (mají užitnou hodnotu).“ ŠVESTKA, Jiří. JEHLIČKA, Oldřich. ŠKÁROVÁ, Marta. SPÁČIL, Jiří. Občanský zákoník – komentář. 10. jubilejní vydání, C. H. Beck, 2006, str. 453.

<sup>221</sup> CHANCE, Don M., BROOKS, Robert. An Introduction to Derivatives and Risk Management. 7th edition, Thomson South-Western, 2008, p. 509.

<sup>222</sup> Viz § 3 odst. 1 písm. d) ZPKT.

<sup>223</sup> JEWSON, Stephen, BRIX, Anders, ZIEHMANN, Christine. Weather Derivative Valuation: The Meteorological, Statistical, Financial and Mathematical Foundations. First published in print format 2005, Cambridge University Press, 2005, p. 26.

<sup>224</sup> § 2 odst. 1 písm. f) zákon č. 695/2004 Sb., o podmínkách obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů a o změně některých zákonů, ve znění pozdějších předpisů.

<sup>225</sup> LEE, Cheng F., LEE, Alice C. Encyclopedia of Finance. First Edition, Springer, 2006, p. 74.

<sup>226</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty v praxi. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2005, str. 519.

<sup>227</sup> RABAN, Přemysl. Warranty v našem právu. Právní rozhledy, 2003, číslo 6, str. 270 a násl.

<sup>228</sup> „Catastrophe derivatives ... whose value depends upon the occurrence of a catastrophic event.“ BRUGGEMAN, Véronique. Capital Market Instruments for Catastrophe Risk Financing. Paper to be presented at



příklad těchto indexů lze uvést tzv. PCS index škod způsobených katastrofami<sup>229</sup> či Guy-Carpenterův index katastrof (GCCCI).<sup>230</sup> Zatím jsou podkladovou proměnnou u těchto derivátů pouze přírodní katastrofy, nikoliv katastrofy způsobené lidmi („*man-made disasters*“), kromě teroristických činů. Deriváty navázané na vznik teroristické události jsou ovšem ve zcela počáteční fázi svého vývoje, a přes pokusy spočívající v modifikacích swapů úvěrového selhání či swapcí zatím jejich rozvoj nezaznamenal větší úspěch, přestože některé jiné instrumenty kapitálového trhu se k tomuto účelu již používají.<sup>231</sup>

## 2.2. *Moderní deriváty jako kombinace základních typů derivátů*

„Základní“ typy derivátů či jejich jednotlivé prvky lze různým způsobem kombinovat do složitějších produktů. Některé z těchto typů derivátů se proto označují jako „hybridní“.<sup>232</sup>

Poměrně známým a používaným složeným derivátem je tzv. swapce („*swaption*“). Swapce je opce opravňující svého majitele uzavřít úrokový swap a jako taková je swapce zvláštním typem opce.<sup>233</sup> Kupující swapce má právo, aby přijímal pevné úrokové platby a poskytoval proměnlivé úrokové platby.<sup>234</sup>

Opce na futures („*futures option*“) je opcí na kontrakt futures, která dává kupujícímu opce právo koupit nebo prodat futures, které je podkladovým aktivem. Prodávající opce na

---

the American Risk and Insurance Association 2007 Annual Meeting in Quebec City, Canada, August 5-8, 2007, p. 18, 20.

<sup>229</sup> „Property Claims Services indexes of incurred disaster losses.“ Typicky kupující katastrofické opce zaplatí prodávajícímu prémii, a prodávající poskytne kupujícímu peněžité plnění, pokud index vyjadřující ztráty z katastrof přesáhne určitou v opci stanovenou hranici. Pokud hodnota indexu vyjadřujícího ztráty z katastrof zůstane pod hranicí stanovené v opci, kupující opci neuplatní a opce zanikne. BRUGGEMAN, Véronique. Capital Market Instruments for Catastrophe Risk Financing. Paper to be presented at the American Risk and Insurance Association 2007 Annual Meeting in Quebec City, Canada, August 5-8, 2007, p. 21.

<sup>230</sup> Guy Carpenter's Catastrophe Index (GCCCI).

<sup>231</sup> např. mezinárodní fotbalová asociace FIFA vydala v roce 2006 katastrofický dluhopis („Catastrophe Bonds“, „Cat Bonds“ či „Act of God Bonds“) ve výši 260 milionů dolarů, aby se zajistila proti potenciálnímu zrušení Světového poháru 2006 v Německu z důvodu teroristické hrozby. BRUGGEMAN, Véronique. Capital Market Instruments for Catastrophe Risk Financing. Paper to be presented at the American Risk and Insurance Association 2007 Annual Meeting in Quebec City, Canada, August 5-8, 2007, p. 13.

<sup>232</sup> CHANCE, Don M., BROOKS, Robert. An Introduction to Derivatives and Risk Management. 7th edition, Thomson South-Western, 2008, p. 4.

<sup>233</sup> CHANCE, Don M., BROOKS, Robert. An Introduction to Derivatives and Risk Management. 7th edition, Thomson South-Western, 2008, p. 4, 638.

<sup>234</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 340.

futures inkasuje prémii.<sup>235</sup> V případě realizace opce vlastníkem opce i prodávající opce obdrží pozici v podkladovém futures.<sup>236</sup> Prodejní opce na futures dává kupujícímu opce právo prodat futures za předem stanovenou cenu, zatímco kupní opce na futures dává kupujícímu opce právo koupit futures za předem stanovenou cenu.<sup>237</sup>

Forwardový swap či forward na swap („*forward swap*“) je kontrakt, který zavazuje obě strany k uzavření swapu k určitému datu v budoucnosti, přičemž je předem stanovena fixní míra tohoto swapu.<sup>238</sup>

Další možnou kombinací (úrokových) opcí je tzv. „cap“, „floor“ a „collar“. Obecně je cap kombinace opcí, která slouží jako pojištění proti vysoké ceně.<sup>239</sup> Jednotlivé opce, které tvoří cap, se nazývají „*caplets*“.<sup>240</sup> Floor je pak série opcí, která zaručuje určitou minimální cenu.<sup>241</sup> Jednotlivé opce, které tvoří floor, se nazývají „*floorlets*“.<sup>242</sup> Collar je současným použitím cap a floor, čímž se stanoví určité rozmezí, ve kterém se cena může pohybovat.<sup>243</sup>

Nejčastěji se cap, floor a collar vztahují k proměnlivé úrokové míře, kdy jím věřitel či dlužník regulují výši úroků z jistiny. Zjednodušeně, cap garantuje dlužníkovi, že výše úroků nepřekročí určitou hranici a floor garantuje věřiteli, že výše úroků neklesne pod určitou hranici. Collar může použít věřitel i dlužník, dlužník ho může dosáhnout koupí

---

<sup>235</sup> BRUGGEMAN, Véronique. Capital Market Instruments for Catastrophe Risk Financing. Paper to be presented at the American Risk and Insurance Association 2007 Annual Meeting in Quebec City, Canada, August 5-8, 2007, p. 18.

<sup>236</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 388.

<sup>237</sup> BRUGGEMAN, Véronique. Capital Market Instruments for Catastrophe Risk Financing. Paper to be presented at the American Risk and Insurance Association 2007 Annual Meeting in Quebec City, Canada, August 5-8, 2007, p. 18.

<sup>238</sup> CHANCE, Don M., BROOKS, Robert. An Introduction to Derivatives and Risk Management. 7th edition, Thomson South-Western, 2008, p. 472.

<sup>239</sup> „Cap: An options contract that serves as insurance against a high price.“ LEE, Cheng F., LEE, Alice C. Encyclopedia of Finance. First Edition, Springer, 2006, p. 44.

<sup>240</sup> KOLB, Robert W., OVERDAHL, James A. Financial Derivatives. First Edition, John Wiley & Sons, Inc., 2003, p. 133.

<sup>241</sup> „Floor: An option position that guarantees a minimum price.“ LEE, Cheng F., LEE, Alice C. Encyclopedia of Finance. First Edition, Springer, 2006, p. 125.

<sup>242</sup> KOLB, Robert W., OVERDAHL, James A. Financial Derivatives. First Edition, John Wiley & Sons, Inc., 2003, p. 133.

<sup>243</sup> „Collar: Use of options to place a cap and floor on a firm's borrowing costs. One way to do this is to sell a floor and use the premiums on the floor to pay the premium on the purchase of the cap.“ LEE, Cheng F., LEE, Alice C. Encyclopedia of Finance. First Edition, Springer, 2006, p. 59.

capu a prodejem flooru, věřitel koupí flooru a prodejem capu. Oblíbenou variantou je tzv. collar s nulovými náklady („*zero-cost collar*“) kdy prodejem jednoho instrumentu jsou vyváženy náklady na pořízení druhého instrumentu tvořícího collar.<sup>244</sup>

„Straddle“ je kombinací kupní a prodejní opce se stejnými parametry (lišit se mohou pouze dohodnuté výše obou prémie).<sup>245</sup> Jako „strangle“ se označuje straddle, u něhož se liší cena při kupní a prodejní opci. „Strip“ je kombinací jedné kupní a dvou prodejních opcí, „strap“ pak jedné prodejní a dvou kupních opcí.<sup>246</sup> Dalšími kombinacemi různého počtu kupních a prodejních opcí s různými parametry pak mohou vznikat derivátové pozice označované např. jako combo („*combo*“), motýlek („*butterfly*“), rozpětí 2:1 („*two by one ratio spread*“), žebřík („*ladder*“) či kondor („*condor*“).<sup>247</sup>

Opce na swap úvěrového selhání („*credit default swap option*“) je opce, která poskytuje právo koupit či prodat ochranu proti úvěrovému riziku k určitému referenčnímu aktivu v budoucnu.<sup>248</sup>

Opce na koupi či prodej dohody o forwardové úrokové míře („*forward rate agreement option*“) je jednoduše opcí na koupi či prodej dohody o forwardové úrokové míře (viz výše).<sup>249</sup>

Výčet těchto hybridních derivátů by pak mohl ještě dále pokračovat, neboť možnosti jejich vzájemných kombinací jsou v zásadě neomezené.

### **2.3. Exotické opce**

Exotické opce jsou modifikací základních opcí, jejichž některý parametr byl určitým významným způsobem pozměněn. Někdy se označují také jako „nestandardní opce“ a metody jejich konstrukce umožňují přesně vyhovět požadavkům<sup>250</sup> kupujícího těchto

---

<sup>244</sup> KOLB, Robert W., OVERDAHL, James A. *Financial Derivatives*. First Edition, John Wiley & Sons, Inc., 2003, p. 133, 134.

<sup>245</sup> LEE, Cheng F., LEE, Alice C. *Encyclopedia of Finance*. First Edition, Springer, 2006, p. 262, 263.

<sup>246</sup> REJNUŠ, Oldřich. *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. První vydání, Computer Press, 2004, str. 174-176.

<sup>247</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 420.

<sup>248</sup> PLÍVA, Stanislav. ELEK, Štefan. LIŠKA, Petr. MAREK, Karel. *Bankovní obchody*. První vydání, ASPI, a.s., 2009, str. 160.

<sup>249</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 338.

<sup>250</sup> To má za následek, že likvidita těchto opcí je velmi nízká, kupující exotické opce tedy musí počítat s tím, že se této opce nebude později moci „zbavit“ například jejím prodejem.

opcí.<sup>251</sup> Nejruznějšími matematickými způsoby lze vytvořit opce s v podstatě libovolnou závislostí výnosu na hodnotě podkladové proměnné.<sup>252</sup>

Výnos některých z těchto opcí je závislý na dosažení určité maximální hodnoty podkladové proměnné během stanovené doby, jiné mohou mít výnos navázaný na průměrnou hodnotu proměnné během této doby nebo na mocniny budoucí pohyblivé úrokové míry, další z těchto opcí mohou být konstruovány tak, že vlastník jejich uplatněním automaticky získá jinou opci atd.<sup>253</sup>

Asijská opce („*asian option*“, „*average-rate option*“) je opce, jejíž výnos je založen na kumulaci průměrných (např. denních) hodnot podkladové proměnné (u plain vanilla opcí je jejich výnos závislý na hodnotě podkladové proměnné v okamžiku expirace opce).<sup>254</sup>

Barrier opce („*barrier option*“) je souhrnné označení pro opce, v nichž je stanovena určitá hraniční hodnota. Pokud podkladová proměnná nabyde („prorazí“) tuto hodnotu, opce vyprší s nulovým výnosem. Tento typ exotických opcí je levnější (opční prémie je nižší), nicméně nejsou spolehlivým způsobem zajištění, pokud je volatilita podkladové proměnné příliš vysoká.<sup>255</sup> Jednotlivé druhy barrier opcí jsou pak vlastně různými způsoby konstrukce výnosu z opce v závislosti na vztahu hodnoty podkladové proměnné k hodnotě hraniční hodnoty. Modifikacemi barrier opcí jsou tzv. binární opce („*digital options*“, „*binary options*“), tzv. knock-out opce („*knockout options*“), tzv. obrácené knock-out opce („*reversed knockout options*“), tzv. dvojitě barrier opce („*double-barrier options*“), a tzv. dotykové opce („*one-touches options*“ a „*no-touches options*“).<sup>256</sup>

---

<sup>251</sup> „Exotic Option is a derivatives contract in which an ordinary derivative has been altered to change the characteristics of the derivative in a meaningful way. Also called a *nonstandard option*. Most exotic options trade in the over-the-counter market and designed by financial institutions to meet the requirement of their clients. For example, barrier options are exotic options. LEE, Cheng F., LEE, Alice C. Encyclopedia of Finance. First Edition, Springer, 2006, p. 111.

<sup>252</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 105.

<sup>253</sup> HULL, John, C. Options, Futures, and Other Derivatives. 5th edition, Prentice Hall, 2002, p. 15.

<sup>254</sup> TAN, Chia Ch. Demystifying Exotic Products: Interest Rates, Equities and Foreign Exchange. This edition first published 2010, John Wiley & Sons Ltd, 2010, p. 24.

<sup>255</sup> TAN, Chia Ch. Demystifying Exotic Products: Interest Rates, Equities and Foreign Exchange. This edition first published 2010, John Wiley & Sons Ltd, 2010, p. 25.

<sup>256</sup> TAN, Chia Ch. Demystifying Exotic Products: Interest Rates, Equities and Foreign Exchange. This edition first published 2010, John Wiley & Sons Ltd, 2010, p. 45.

Opce s výběrem („*chooser option*“, „*as-you-like-it option*“) je opce, u které její vlastník ve stanovený moment před jejím vypršením určí, zdali bude opcí kupní či prodejní.<sup>257</sup>

Složená opce („*compound option*“) je vlastně opce na opci, splátková opce („*installment option*“) je pak opcí, jejíž prémie je splácena postupně ve více okamžicích a která je ve své podstatě několika složenými opcemi.<sup>258</sup>

„Opce s ohlédnutím“ („*lookback option*“, „*hindsight option*“) umožňuje svému vlastníkovi prodat podkladové aktivum za nejlepší cenu, které toto aktivum dosáhlo po dobu životnosti opce.<sup>259</sup>

### **Extrémně exotické opce**

Základním motivem vytváření těchto opcí je snaha o maximální zisk při vzestupu trhu a omezení ztrát při poklesu trhu. Výplatní funkce těchto opcí je závislá na celé řadě podkladových proměnných odvozených od jiných podkladových proměnných, nejruzněji poskládaných „koších“ („*baskets*“) podkladových proměnných atd. Typizované extrémně exotické opce jsou tzv. cliquet („*the Cliquet*“), himalaya („*the Himalaya*“), alpitlano („*the Alpitlano*“), atlas („*the Atlas*“) a everest („*the Everest*“).<sup>260</sup> Některé druhy opcí, míra jejichž budoucího výnosu je odvozována od míry jejich výnosu v minulosti během doby jejich životnosti („*pathwise accumulators*“) jsou např. tzv. „plovák“ („*one-way floater*“), tzv. obzor („*skyline*“) a tzv. sněhová koule („*snowball*“).<sup>261</sup> Jistě existuje ještě množství dalších „nepojmenovaných“ extrémně exotických opcí.

---

<sup>257</sup> CHANCE, Don M. *Essays in Derivatives: Risk-Transfer Tools and Topics Made Easy*. Second Edition, John Wiley & Sons, 2008, p. 224, 225.

<sup>258</sup> CHANCE, Don M. *Essays in Derivatives: Risk-Transfer Tools and Topics Made Easy*. Second Edition, John Wiley & Sons, 2008, p. 227, 403.

<sup>259</sup> CHANCE, Don M. *Essays in Derivatives: Risk-Transfer Tools and Topics Made Easy*. Second Edition, John Wiley & Sons, 2008, p. 249.

<sup>260</sup> TAN, Chia Ch. *Demystifying Exotic Products: Interest Rates, Equities and Foreign Exchange*. This edition first published 2010, John Wiley & Sons Ltd, 2010, p. 149-162.

<sup>261</sup> TAN, Chia Ch. *Demystifying Exotic Products: Interest Rates, Equities and Foreign Exchange*. This edition first published 2010, John Wiley & Sons Ltd, 2010, p. 109.

### 3. Některé vybrané typy moderních derivátů

#### 3.1. Deriváty na počasí

Deriváty na počasí lze definovat tak, že „deriváty na počasí jsou určitá skupina finančních kontraktů, jejichž účelem je umožnit podnikům a dalším organizacím zajistit se proti rizikům spojeným s výkyvy počasí“<sup>262</sup> nebo že „derivát na počasí je kontrakt uzavřený mezi dvěma subjekty, který určuje, jakým způsobem bude poskytnuto vyrovnání mezi těmito stranami v závislosti na určitých meteorologických podmínkách během doby trvání tohoto kontraktu.“<sup>263</sup> Obecná „tříprvková definice“ derivátů uvedená v kapitole definice derivátu (viz výše) se uplatní i u derivátů na počasí, u těchto derivátů jsou však určité zvláštnosti, zejména specifická podkladová proměnná, kterou je určitý klimatický ukazatel či index odvozený od klimatických ukazatelů.

Jewson a Brix ve snaze o výčet základních atributů „standardního derivátu na počasí“ uvádí tyto jejich typické znaky:

- *doba trvání kontraktu*<sup>264</sup>;
- *určení měřicí stanice*;
- *klimatická proměnná, která se měří na měřicí stanici během doby trvání kontraktu*;
- *index, který určitým způsobem agreguje klimatickou proměnnou během doby trvání kontraktu*;
- *výplatní funkce, která konvertuje index do peněžního toku, jímž se kontrakt vypořádá krátce po skončení doby trvání kontraktu*;
- *u některých kontraktů prémie, kterou platí kupující prodávajícímu při sjednání kontraktu.*<sup>265</sup>

---

<sup>262</sup> JEWSON, Stephen, BRIX, Anders, ZIEHMANN, Christine. Weather Derivative Valuation: The Meteorological, Statistical, Financial and Mathematical Foundations. First published in print format 2005, Cambridge University Press, 2005, p. 1.

<sup>263</sup> “A weather derivative is a contract between two parties that stipulates how payment will be exchanged between the parties depending on certain meteorological conditions during the contract period.” ZENG, L. Weather derivatives and weather insurance: Concept, application and analysis. Journal of the American Meteorological Society. September 2000. p. 2075–2082.

<sup>264</sup> Tento znak má ovšem každý derivát, jeho zařazení do typických znaků derivátů na počasí dle mého názoru není zcela na místě.

### 3.1.1. Důvody sjednávání derivátů na počasí

Začátek používání derivátů na počasí je spojen s velkými severoamerickými energetickými společnostmi, které je používaly k zajištění před mírnými zimami, jež měly za následek nižší poptávku po energiích, a také s výraznou deregulací energetického sektoru v 90. letech, kdy tyto podniky začaly hledat nové způsoby řízení rizik, jimž podléhaly.<sup>266</sup> Zajišťování rizik plynoucích z vlivů počasí má ovšem použití v široké škále dalších průmyslových odvětví<sup>267</sup> (např. podniky ve veřejných službách, aerolinie, cestovní průmysl, společnosti obchodující s klimatizacemi, stavební společnosti, zábavní parky, lyžařská centra a mnoho dalších) a v posledních asi 10 letech došlo k nebývalému nárůstu používání derivátů na počasí a růstu trhů s nimi.<sup>268</sup> Velký potenciál je spatřován v používání derivátů na počasí v souvislosti s rozvojem obnovitelných zdrojů energie.<sup>269</sup>

Rizika pramenící z vlivů počasí mají za následek vznik nejistoty v peněžních tocích („cash flow“) podniků a jejich ziscích způsobené „ne-katastrofickými“ jevy v počasí<sup>270</sup> jako např. výkyvy v teplotě, vlhkosti, srážkách, sněžení, průtoku vodních toků či větru.<sup>271</sup> Důvodem sjednávání derivátů na počasí je tedy především skutečnost, že počasí má vliv na

---

<sup>265</sup> JEWSON, Stephen, BRIX, Anders, ZIEHMANN, Christine. *Weather Derivative Valuation: The Meteorological, Statistical, Financial and Mathematical Foundations*. First published in print format 2005, Cambridge University Press, 2005, p. 4. S drobnými obměnami shodné znaky uvádí i GEYSER, JM. *Weather derivatives: Concept and Application for their use in South Africa*. *Agrekon*, Vol. 43, No. 4 (December 2004), p. 446.

<sup>266</sup> NICHOLLS, Mark. *Confounding the Forecasts*. *Environmental Finance* – October 2004, Updated July 2008.

<sup>267</sup> Např. se uvádí, že na 70% podniků ve Spojených Státech mají dopad vlivy počasí. NICHOLLS, Mark. *Confounding the Forecasts*. *Environmental Finance* – October 2004, Updated July 2008.

<sup>268</sup> Nicholls tento vzestup přičítá z velké části krachu společnosti Enron: „But it was the collapse of Enron, and the subsequent implosion of the US energy trading sector, that had the most impact on the growth of the weather market ... Enron was the 800-pound gorilla of weather derivatives.“ NICHOLLS, Mark. *Confounding the Forecasts*. *Environmental Finance* – October 2004, Updated July 2008.

<sup>269</sup> JAMES, Tom. *Energy price risk*. First edition, Palgrave Macmillan, 2003, p. 92, 93.

<sup>270</sup> „Weather derivatives, however, are designed to help companies insure themselves against non-catastrophic weather events.“ JEWSON, Stephen, BRIX, Anders, ZIEHMANN, Christine. *Weather Derivative Valuation: The Meteorological, Statistical, Financial and Mathematical Foundations*. First published in print format 2005, Cambridge University Press, 2005, p. 2.

<sup>271</sup> BRUGGEMAN, Véronique. *Capital Market Instruments for Catastrophe Risk Financing*. Paper to be presented at the American Risk and Insurance Association 2007 Annual Meeting in Quebec City, Canada, August 5-8, 2007, p. 24.

potenciální zisk a peněžní toky podniků, jejichž podnikatelská aktivita je částečně a v některých případech primárně ovlivňována počasím.<sup>272</sup>

### 3.1.2. Specifika derivátů na počasí

Na rizika vyplývající z vlivů počasí by v zásadě mohlo být pohlíženo jako na tržní riziko, a k zajištění proti němu by bylo možno používat jiné nástroje (např. klasické deriváty). Pojetí počasí jako samostatného druhu rizika ovšem směřuje ke spojení tohoto rizika s jeho původní příčinou, což může usnadnit řízení rizika.<sup>273</sup>

Deriváty na počasí jsou obvykle uzavírány na OTC trzích, a to ve formě kupních či prodejních opcí, swapů a collar<sup>274</sup>. Přestože s určitými deriváty (typicky futures) na počasí se obchoduje na burze (a počet derivátů obchodovaných na burze stále stoupá), jejich likvidita pravděpodobně vzhledem k jejich specifikům nikdy nedosáhne takové výše jako u klasických derivátů.<sup>275</sup>

Deriváty na počasí existují vedle jiného, rozšířenějšího způsobu zajištění proti nepříznivým vlivům počasí – pojištění. Tyto dva způsoby se vzájemně nevylučují, ale existují paralelně vedle sebe. Hlavní rozdíly mezi nimi jsou především, že:

- pojištění se vztahuje na jednorázová rizika a plnění z pojištění je jednorázové a nebývá vždy přímo úměrné způsobené škodě, zatímco deriváty na počasí kompenzují škodu poměrně v závislosti na vývoji klimatického ukazatele;
- pojištění se většinou vztahuje na vysoce rizikové události, u nichž je malá pravděpodobnost, že nastanou, deriváty na počasí se naopak vztahují na události méně rizikové, u kterých je vyšší pravděpodobnost, že nastanou;

---

<sup>272</sup> ... companies, whose business is partially and in some cases primarily driven by the weather. CHANCE, Don M. Essays in Derivatives: Risk-Transfer Tools and Topics Made Easy. Second Edition, John Wiley & Sons, 2008, p. 99.

<sup>273</sup> CHANCE, Don M. Essays in Derivatives: Risk-Transfer Tools and Topics Made Easy. Second Edition, John Wiley & Sons, 2008, p. 99.

<sup>274</sup> GEYSER, JM. Weather derivatives: Concept and Application for their use in South Africa. Agrekon, Vol. 43, No. 4 (December 2004), p. 447.

<sup>275</sup> CAMPBELL, Sean D. DEIBOLD, Francis X. Weather Forecasting for Weather Derivatives. Center for Financial Studies Working Paper No. 2004/10. Revised version. January 2004, p. 1. Jewson a Brix k tomu uvádí: „Weather contracts on standard indices on London, Chicago and New York temperatures are traded frequently, and consequently it is usually easy to trade such contracts at a good price.“ (JEWSON, Stephen, BRIX, Anders, ZIEHMANN, Christine. Weather Derivative Valuation: The Meteorological, Statistical, Financial and Mathematical Foundations. First published in print format 2005, Cambridge University Press, 2005, p. 6.). U ostatních kontraktů je ovšem likvidita menší.



- u pojištění je nutno prokazovat vzniklou škodu, u derivátů na počasí nikoli.<sup>276</sup>

Do budoucna lze očekávat další rozvoj používání derivátů na počasí, velký potenciál je spatřován jednak v rozvoji jejich používání středně velkými a menšími podniky a případně i domácnostmi, jednak v souvislosti s rozvojem používání obnovitelných zdrojů energie.

### **3.2. Deriváty na emisní povolenky**

Deriváty na emisní povolenky bychom obecně mohli zařadit do širší oblasti „financí životního prostředí“ („*environmental finance*“), což je poměrně nový termín, který se začal používat ke konci minulého století k označení široké škály tržních nástrojů určených ke zlepšování kvality životního prostředí a přenosu rizika škod na životním prostředí („*environmental risk*“).<sup>277</sup>

Chance se o těchto derivátech zmiňuje jako o „derivátech životního prostředí“ („*environmental derivatives*“) či „emisních derivátech“ („*derivatives based on emissions*“), neboť tyto deriváty jsou odvozeny od práv k vypouštění škodlivých látek.<sup>278</sup>

#### **3.2.1. Pojem emisních povolenek a zdroje jejich právní úpravy**

Emisní povolenky (povolenky na emise skleníkových plynů) jsou „moderní formou ekonomického nástroje, kterým se náklady redistribuují na jednotlivé znečišťovatele, přičemž se jí celkově zajišťuje úhrnná emisní suma.“<sup>279</sup>

Emisní povolenky jsou důsledkem tzv. Rámcové úmluvy o změně klimatu, jež byla přijata na Konferenci OSN o životním prostředí a rozvoji v Riu de Janeiro v roce 1992. K této úmluvě byl následně v roce 1997 v Kjótu přijat protokol (tzv. Kjótský protokol), v

---

<sup>276</sup> GEYSER, JM. Weather derivatives: Concept and Application for their use in South Africa. *Agrekon*, Vol. 43, No. 4 (December 2004), p. 445-446.

<sup>277</sup> LABATT, Sonia, WHITE, Rodney R. *Environmental Finance: A Guide to Environmental Risk Assessment and Financial Products*. 1st edition, John Wiley & Sons, Inc., 2002, p. 1.

<sup>278</sup> „These instruments are based on the prices of claims on pollution output.“ CHANCE, Don M. *Essays in Derivatives: Risk-Transfer Tools and Topics Made Easy*. Second Edition, John Wiley & Sons, 2008, p. 101.

<sup>279</sup> DAMOHORSKÝ, Milan. *Právo životního prostředí*. 3. vydání, C.H. Beck, 2010, str. 274. Labatt a White k tomu uvádí: „... because environmental quality cannot be packaged like a physical commodity and sold in a traditional marketplace, innovation has been required to develop new financial instruments that recognize and reward environmental virtue in the private sector.“ LABATT, Sonia, WHITE, Rodney R. *Environmental Finance: A Guide to Environmental Risk Assessment and Financial Products*. 1st edition, John Wiley & Sons, Inc., 2002, p. 32.

němž se nejvyspělejší země světa zavazují ke snižování emisí skleníkových plynů.<sup>280</sup> Kjótský protokol byl přijat rozhodnutím Rady evropské unie č. 2002/358/ES.<sup>281</sup>

K naplnění tohoto závazku<sup>282</sup> stanoveného v Kjótském protokolu zvolila Evropská unie právě způsob vydávání obchodovatelných emisních povolení<sup>283</sup> a přijala směrnici o vytvoření systému pro obchodování<sup>284</sup> s povolenkami na emise skleníkových plynů ve Společenství.<sup>285</sup> Evropský systém obchodování s emisními povolenkami („European Union Emissions Trading Scheme“, „EU-ETS“) je tzv. cap-and-trade systém<sup>286</sup>, což znamená, že účastníkům tohoto systému je na začátku každého určeného období přiděleno určité množství emisních povolenek, s jejichž přebytkem pak mohou vzájemně obchodovat.<sup>287</sup> Jako jeden z hlavních přínosů tohoto mechanismu je vnímána jeho efektivita, kdy se zvyšují náklady podnikání pro ty podniky, které jsou velkými znečišťovateli životního prostředí, zatímco „odměňuje“ a dává nové možnosti těm podnikům, které používají metody výroby šetrné k životnímu prostředí.<sup>288</sup>

---

<sup>280</sup> DAMOHORSKÝ, Milan. Právo životního prostředí. 3. vydání, C. H. Beck, 2010, str. 262.

<sup>281</sup> Rozhodnutí Rady Evropské Unie 2002/358/ES ze dne 25. dubna 2002, o schválení Kjótského protokolu k Rámcové úmluvě OSN o změně klimatu jménem Evropského společenství a o společném plnění závazků z něj vyplývajících.

<sup>282</sup> Linhart k tomu uvádí, že „Obchodování s emisními povolenkami podle Přílohy III. Směrnice 2003/87/EC je jednou z podpůrných činností pro splnění závěrů Kjótského protokolu o snižování množství vypouštěných skleníkových plynů.“ LINHART, Petr. Problematika obchodování s povolenkami skleníkových plynů z pohledu teplárenství. Prezentace. Teplárenské sdružení České republiky.

<sup>283</sup> Myšlenka obchodovatelných emisních povolení ovšem není nikterak nová, v USA se používaly emisní povolenky na dioxydy síry a uhlíku od poloviny 70. let minulého století. HANSJÜRGENS, Bernd. Emissions Trading for Climate Policy. First published in print format 2005, Cambridge University Press, 2005, p. 199.

<sup>284</sup> Trh s emisními povolenkami se někdy označuje jako „carbon trading“ či „carbon finance“. LABATT, Sonia, WHITE, Rodney R. Environmental Finance: A Guide to Environmental Risk Assessment and Financial Products. 1st edition, John Wiley & Sons, Inc., 2002, p. 32.

<sup>285</sup> Směrnice Evropského Parlamentu a Rady 2003/87/ES, o vytvoření systému pro obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů ve Společenství a o změně směrnice Rady 96/61/ES.

<sup>286</sup> ELLERMAN, A. Denny, JOSKOW, Paul L. The European Union's Emission's Trading Scheme in perspective. Report. Prepared for the Pew Center on Global Climate Change. May 2008, p. 1.

<sup>287</sup> ANTES, Ralf, HANSJÜRGENS Bernd, LETMATHE Peter. Emissions Trading and Business. 1st edition, Physica-Verlag, 2006, p. 28.

<sup>288</sup> LABATT, Sonia, WHITE, Rodney R. Environmental Finance: A Guide to Environmental Risk Assessment and Financial Products. 1st edition, John Wiley & Sons, Inc., 2002, p. vii.

## Právní úprava v českém právu

Základem právní úpravy derivátů na emisní povolenky je ustanovení § 3 odst. 1 písm. j) ZPKT, které stanoví, že hodnota opcí, futures, swapů, forwardů a jiných nástrojů se může vztahovat k emisním povolenkám.

Hlavním pramenem právní úpravy emisních povolenek v českém právu je pak zákon o podmínkách obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů (dále jen „ZEmPov“)<sup>289</sup>, který je provedením výše uvedené směrnice.<sup>290</sup> Samotnou povolenku ZEmPov definuje jako „majetkovou hodnotu odpovídající právu provozovatele zařízení vypustit do ovzduší ekvivalent tuny CO<sub>2</sub>“.<sup>291</sup> Povolenky jsou výrazem povolení, což je „rozhodnutí, kterým se povolují v rozsahu získaných povolenek emise skleníkových plynů a kterým se stanoví podmínky jejich zjišťování, vykazování a ověřování“.<sup>292</sup>

Ohledně vlastní právní povahy emisních povolenek v českém právu však panují značné nejasnosti.<sup>293</sup> Podle názoru Sekce regulace a dohledu nad kapitálovým trhem České národní banky „Emisní povolenky nemají ... povahu investičního nástroje. Za investiční nástroj tak může být považován pouze derivát, který je odvozen od emisní povolenky, nikoliv však emisní povolenka samotná.“<sup>294</sup> Emisní povolenky samotné tedy nelze řadit mezi deriváty, protože se samotných povolenek nevyplývá právo na vypořádání v penězích, povolenky nepřenášejí úvěrové či úrokové riziko a nelze je podřadit pod žádnou z kategorií § 3 odst. 1 ZPKT.<sup>295</sup>

### 3.3. Islámské deriváty

Islámské deriváty („Islamic Derivatives“) jsou součástí širšího konceptu tzv. islámských financí („Islamic Finance“). Islámské finance jsou pak součástí islámského práva („Islamic Law“, „Shari'a“), jehož hlavním zdrojem jsou posvátné texty Korán

---

<sup>289</sup> Zákon č. 695/2004 Sb., o podmínkách obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů a o změně některých zákonů, ve znění pozdějších předpisů.

<sup>290</sup> Viz návěť § 1 ZEmPov.

<sup>291</sup> § 2 odst. 1 písm. f) ZEmPov.

<sup>292</sup> § 2 odst. 1 písm. e) ZEmPov.

<sup>293</sup> Právní povaha emisních povolenek ale není zcela jasná i v (některých) ostatních členských státech EU.

<sup>294</sup> KRUTIŠ, Petr. Povaha emisních povolenek z hlediska vymezení investičních nástrojů v MiFID. Názor sekce regulace a dohledu nad kapitálovým trhem České národní banky, č.j. 2007/17590/540.

<sup>295</sup> LINHART, Petr. Problematika obchodování s povolenkami skleníkových plynů z pohledu teplotnosti. Prezentace. Teplotenské sdružení České republiky.

(„*Qur'an*“) a Sunna („*Sunnah*“). Islámské právo řídí všechny ekonomické, sociální a podnikatelské aktivity muslimů.<sup>296</sup>

V několika posledních letech<sup>297</sup> se koncept islámských financí ve světě rychle rozšířil. Islámské finance již zdaleka nejsou geograficky omezeny pouze na země s islámským typem právní kultury, jak by mohlo mylně vyplývat z tohoto označení.<sup>298</sup> Rozšíření tohoto konceptu i mimo islámské země je pak především produktem globalizace, vzniku relativně početných muslimských komunit v „západním“ světě, a pronikání nahromaděného volného kapitálu z oblasti středního východu na západní kapitálové trhy. Hlavní část tohoto vzestupu se odehrává ve Velké Británii, která je jedním z hlavních mezinárodních finančních center, a na londýnskou City<sup>299</sup> je pohlíženo jako na vynořující se globální centrum islámských financí.<sup>300</sup>

### 3.3.1. Obecně k islámskému právu

Jedním z hlavních společenských cílů islámského práva Shari'a, je ekonomická spravedlnost.<sup>301</sup> Podle islámské obchodní jurisprudence je možné určitou transakci uskutečnit pouze tehdy, pokud její účel nebo struktura financování nezahrnuje některý ze

---

<sup>296</sup> AINLEY, Michael. MASHAYEKHI, Ali. HICKS, Robert. RAHMAN, Arshadur. RAVALIA, Ali. Islamic Finance in the UK: Regulation and Challenges. Report. Financial Services Authority, November 2007, p. 4.

<sup>297</sup> „Most of the growth of Islamic finance in the UK has taken place in the last five years, but the existence of Sharia-compliant transactions in the London financial markets goes back to the 1980s.“ AINLEY, Michael. MASHAYEKHI, Ali. HICKS, Robert. RAHMAN, Arshadur. RAVALIA, Ali. Islamic Finance in the UK: Regulation and Challenges. Report. Financial Services Authority, November 2007, p. 6.

<sup>298</sup> Příkladem může být vytváření produktů slučitelných s Shari'a bankami Citibank a Deutsche Bank. Jako na významný okamžik ve vývoji těchto produktů je pohlíženo na uzavření memoranda („Memorandum of Understanding“) mezi ISDA (International Swap and Derivatives Association) a IIFM (International Islamic Finance Market) ohledně vytvoření rámcové smlouvy (Master Agreement) pro derivátové produkty slučitelné s právem Shari'a. AINLEY, Michael. MASHAYEKHI, Ali. HICKS, Robert. RAHMAN, Arshadur. RAVALIA, Ali. Islamic Finance in the UK: Regulation and Challenges. Report. Financial Services Authority, November 2007, p. 28.

<sup>299</sup> City of London. „The term “the City” refers to both a place and an industry. The place is London's oldest district, the “Square Mile“. ... Today the term is widely used as shorthand for London's wholesale international financial services industry.“ ROBERTS, Richard. The City: A Guide to London's Global Financial Centre. Second Edition, Profile Books Ltd, 2008, p. 1.

<sup>300</sup> AINLEY, Michael. MASHAYEKHI, Ali. HICKS, Robert. RAHMAN, Arshadur. RAVALIA, Ali. Islamic Finance in the UK: Regulation and Challenges. Report. Financial Services Authority, November 2007, p. 3.

<sup>301</sup> DAVIDSON, Alexander. How the City Really Works: The Definitive Guide to Money and Investing in London's Square Mile. Third edition, Kogan Page, 2010, p. 337.

zakázaných elementů.<sup>302</sup> Zakázané elementy musí respektovat i konstrukce finančních nástrojů.

Těchto základních zakázaných elementů je pět, a jsou následující:

- a) *riba* (úrok);
- b) *rishwah* (korupce);
- c) *maisir* (hazardní hry);
- d) *gharar* (zbytečné riziko);
- e) *jahl* (nevědomost).<sup>303</sup>

Důležité je ovšem poznamenat, že přestože Shari'a zakazuje *riba* (úrok), nezakazuje obchodování či vytváření zisku na základě obchodování, což je odrazem toho že Shari'a nepovažuje peníze za druh zboží (peníze jsou vnímány pouze jako prostředek směny a míra hodnoty), a tedy jejich půjčování by nemělo vytvářet zisk.<sup>304</sup> *Gharar*<sup>305</sup>, což je vlastně obchodování s rizikem a *maisir*, který zahrnuje hazard i všechny hry s nulovým součtem zisků a ztrát, mají z hlediska konstrukce derivátů podle Shari'a zásadní význam.<sup>306</sup> Stejně tak je významný tzv. *daman*, což znamená, že „zisk doprovází odpovědnost za ztrátu.“<sup>307</sup> Shari'a tedy není příliš nakloněna konceptu obchodování s rizikem v západním smyslu, což je příčinou toho, že tyto deriváty musí být konstruovány odlišným způsobem než běžné západní deriváty, aby byly se Shari'a slučitelné.

### 3.3.2. Islámské deriváty jako samostatná kategorie derivátů

Islámské deriváty jsou „finanční produkty, jejichž účelem je vytvořit podobnou ekonomickou strukturu, jako je tomu u srovnatelných obecných derivátových nástrojů, a to

---

<sup>302</sup> DAVIDSON, Alexander. *How the City Really Works: The Definitive Guide to Money and Investing in London's Square Mile*. Third edition, Kogan Page, 2010, p. 336.

<sup>303</sup> Global Islamic Finance Report (GIFR 2010). Chapter 14: Islamic Derivatives: Theory and Practise, p. 132.

<sup>304</sup> Global Islamic Finance Report (GIFR 2010). Chapter 14: Islamic Derivatives: Theory and Practise, p. 132.

<sup>305</sup> „The meaning of *gharar* is conceptually “trading in risk, which cannot be defined.” Examples are naked options, financial futures, and derivatives that are not backed by a tangible and verifiable asset.“ ABDUL-RAHMAN, Yahia. *The Art of Islamic Banking and Finance: Tools and Techniques for Community-Based Banking*. First Edition, John Wiley&Sons, 2010, p. 44.

<sup>306</sup> DAVIDSON, Alexander. *How the City Really Works: The Definitive Guide to Money and Investing in London's Square Mile*. Third edition, Kogan Page, 2010, p. 337.

<sup>307</sup> PORZIO, Mario, KHAN, M. Fahim. *Islamic Banking and Finance in the European Union. A Challenge*. 1st edition, Edward Elgar Publishing Limited, 2010, p. 48.

způsobem slučitelným s islámským právem Shari'a.<sup>308</sup> Přestože tyto deriváty mají podobný či zcela stejný ekonomický efekt jako běžné deriváty, důsledkem nutnosti jejich slučitelnosti se Shari'a je, že jejich podkladová struktura může být velmi odlišná od struktury podkladových proměnných běžných derivátů. Důsledkem odlišného pohledu na peníze podle Shari'a je, že islámské deriváty musí být založeny na hmotných komoditách či aktivech a nikoliv pouze na pouhých peněžních tocích z těchto komodit či aktiv.<sup>309</sup>

Vynořující se nové druhy islámských derivátů tedy pravděpodobně jen stěží dosáhnou takové míry abstrakce, jako některé vysoce sofistikované deriváty uvedené výše.<sup>310</sup>

## 4. Další vybrané typy moderních derivátů

Bylo by nad rozsah této práce podrobně pojednat o všech dalších typech moderních derivátů, kterých je celá řada. Tato kapitola by měla v krátkosti uvést alespoň některé z nich, a to deriváty na energie, úvěrové deriváty a katastrofické deriváty.

### 4.1. Deriváty na energie

Patrně nejvýznamnějšími deriváty z kategorie derivátů na energie („*energy derivatives*“) jsou deriváty na elektrickou energii („*electricity derivatives*“).

Skutečnost, že elektrickou energii nelze skladovat<sup>311</sup> způsobuje poměrně vysoké výkyvy ve spotové ceně elektřiny.<sup>312</sup> Deriváty na elektrickou energii pak mají sloužit k potlačení vysoké volatility těchto cen. Typický derivát na elektrickou energii opravňuje svého vlastníka k přijmutí určeného počtu megawatthodin elektřiny za stanovenou cenu a na stanoveném území během jednoho měsíce.<sup>313</sup>

Jedním z moderních typů derivátových kontraktů na elektrickou energii je tzv. swing opce („*swing option*“). V této opci je určeno minimální a maximální denní množství

---

<sup>308</sup> Global Islamic Finance Report (GIFR 2010). Chapter 14: Islamic Derivatives: Theory and Practise, p. 132.

<sup>309</sup> AINLEY, Michael. MASHAYEKHI, Ali. HICKS, Robert. RAHMAN, Arshadur. RAVALIA, Ali. Islamic Finance in the UK: Regulation and Challenges. Report. Financial Services Authority, November 2007, p. 13.

<sup>310</sup> Ayub k tomu uvádí, že „most of the derivatives currently in the market would still be unacceptable from the Shari'a angle due to the involvement of Gharar and Riba.“ AYUB, Muhammad. Understanding Islamic Finance. First Edition, John Wiley & Sons, 2007, p. 210.

<sup>311</sup> K tomu blíže viz kapitulu „podkladová proměnná“ výše.

<sup>312</sup> HULL, John, C. Options, Futures, and Other Derivatives. 5th edition, Prentice Hall, 2002, p. 681.

<sup>313</sup> HULL, John, C. Options, Futures, and Other Derivatives. 5th edition, Prentice Hall, 2002, p. 681.

elektrické energie, která musí být vlastníkem opce měsíčně (což je typická doba trvání tohoto kontraktu) odebrána za stanovenou cenu a vlastníkem opce má možnost měnit rychlost, kterou toto celkové množství za stanovenou dobu odebere.<sup>314</sup>

Vymezení derivátů na energie jako samostatné kategorie derivátů ovšem není ani tak důsledkem jejich specifické konstrukce, jako je spíše dáno jejich ekonomickým významem.

## 4.2. Úvěrové (kreditní) deriváty

Úvěrové deriváty („*credit derivatives*“)<sup>315</sup> jsou nástroje používané k měření, řízení a přenosu úvěrového rizika („*credit risk*“).<sup>316</sup> Úvěrové riziko, které je součástí širší kategorie tzv. tržních rizik, je rizikem ztráty ze selhání partnera (dlužníka) v důsledku toho, že nedostojí svým závazkům podle podmínek kontraktu, a tím způsobí držiteli pohledávky (věřiteli) ztrátu.<sup>317</sup> Plnění z derivátového kontraktu se odvíjí od úvěrového hodnocení („*credit rating*“) nebo úpadku („*default status*“) určitého referenčního subjektu či podniku.<sup>318</sup> Úvěrové deriváty jsou výlučně OTC kontrakty<sup>319</sup> a jedná se o jeden z nejmladších, ale také nejvíce kontroverzních<sup>320</sup> druhů derivátů.

Podstatou úvěrového derivátu je tedy závazek prodávajícího ochrany poskytnout kupujícímu ochrany plnění v případě, že ve vztahu k určitému referenčnímu aktivu, vydanému určitou referenční entitou, nastane úvěrová událost („*credit event*“).<sup>321</sup>

České právo se o úvěrových derivátech zmiňuje v § 3 odst. 1 písm. e) ZPTK, který je označuje jako „nástroje umožňující přenos úvěrového rizika“, a zařazuje je pod pojem investičního nástroje.

---

<sup>314</sup> HULL, John, C. Options, Futures, and Other Derivatives. 5th edition, Prentice Hall, 2002., p. 681.

<sup>315</sup> V českém jazyce se používá označení úvěrové deriváty i kreditní deriváty, oba termíny mají shodný význam.

<sup>316</sup> LEE, Cheng F., LEE, Alice C. Encyclopedia of Finance. First Edition, Springer, 2006, p. 336.

<sup>317</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002, str. 133.

<sup>318</sup> LEE, Cheng F., LEE, Alice C. Encyclopedia of Finance. First Edition, Springer, 2006, p. 74.

<sup>319</sup> JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty v praxi. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2005, str. 521.

<sup>320</sup> Úvěrové deriváty se někdy nazývají jako odpadky produkované bankami, během nedávné globální finanční krize byly běžně nazývány jako „toxický odpad“ („*toxic waste*“).

<sup>321</sup> PLÍVA, Stanislav. ELEK, Štefan. LIŠKA, Petr. MAREK, Karel. Bankovní obchody. První vydání, ASPI, a.s., 2009, str. 159.

Nejčastěji vyskytujícími se typy úvěrových derivátů jsou swap úvěrového selhání<sup>322</sup> („*credit default swap*“), swap veškerých výnosů („*total return swap*“), úvěrový dluhopis („*credit linked note*“) a opce úvěrového rozpětí („*credit spread option*“).<sup>323</sup>

### 4.3. Katastrofické deriváty

Katastrofické deriváty („*catastrophe derivatives*“) jsou finanční kontrakty, jejichž realizace závisí na výskytu určité katastrofické události, a které se vyvinuly kvůli potřebě financování rizika plynoucího z katastrof.<sup>324</sup> Přírodní katastrofy a katastrofy plynoucí z činnosti lidí mají poměrně nízkou pravděpodobnost výskytu, ale pokud nastanou, jejich následky mohou být velmi citelné.<sup>325</sup> Těmito přírodními katastrofickými událostmi mohou být, mimo jiné, hurikány, tornáda či vichřice<sup>326</sup> (více ohledně podkladové proměnné těchto derivátů viz kapitolu podkladová proměnná výše). Někdy se nazývají také jako „pojišťovací deriváty“ („*insurance derivatives*“), protože existují vedle jiného tradičního instrumentu ochrany před katastrofickými událostmi - pojištění.<sup>327</sup> Přestože pojištění stále zůstává hlavním nástrojem ochrany před důsledky těchto nepříznivých událostí, katastrofické deriváty se vyvinuly<sup>328</sup> především jako nástroj pro zajišťování pojišťovacích

---

<sup>322</sup> Swap úvěrového selhání je nejrozšířenějším z těchto čtyř druhů úvěrových derivátů.

<sup>323</sup> PLÍVA, Stanislav. ELEK, Štefan. LIŠKA, Petr. MAREK, Karel. Bankovní obchody. První vydání, ASPI, a.s., 2009, str. 159.

<sup>324</sup> CANTOR, M.S. COLE, J.B. et al. Insurance Derivatives: A New Asset Class for the Capital Markets and a New Hedging Tool for the Insurance Industry. *Journal of Applied Corporate Finance* 10 (3), p. 69-83.

<sup>325</sup> BRUGGEMAN, Véronique. Capital Market Instruments for Catastrophe Risk Financing. Paper to be presented at the American Risk and Insurance Association 2007 Annual Meeting in Quebec City, Canada, August 5-8, 2007, p. 3.

<sup>326</sup> BRUGGEMAN, Véronique. Capital Market Instruments for Catastrophe Risk Financing. Paper to be presented at the American Risk and Insurance Association 2007 Annual Meeting in Quebec City, Canada, August 5-8, 2007, p. 24.

<sup>327</sup> „Skutečnost, že deriváty mohou být použity k vytváření zisku, je odlišuje od pojišťovacích smluv, které jsou založeny na konceptu tzv. pojišťovacího zájmu a které nelze použít k vytváření spekulativních zisků.“ („The fact that derivatives can be used to generate a profit distinguishes them from insurance contracts, which are based on an insurable interest and cannot be used to generate speculative profit.“) BRUGGEMAN, Véronique. Capital Market Instruments for Catastrophe Risk Financing. Paper to be presented at the American Risk and Insurance Association 2007 Annual Meeting in Quebec City, Canada, August 5-8, 2007, p. 18.

<sup>328</sup> „Katastrofické deriváty jsou zatím pouze v počáteční fázi vývoje a zatím ještě stále ve větším měřítku nepronikly do sektoru řízení rizik.“ („Catastrophe derivatives are only in a nascent state of development and which yet have to make significant penetration in the risk management sector.“) BRUGGEMAN, Véronique. Capital Market Instruments for Catastrophe Risk Financing. Paper to be presented at the American Risk and Insurance Association 2007 Annual Meeting in Quebec City, Canada, August 5-8, 2007, p. 4.



společností (jsou druhým článkem pomyslného řetězce, kdy i samotný pojistitel potřebuje snížit své riziko tím, že se dále zajistí u jiného subjektu, tzv. „*reinsurance*“).<sup>329</sup>

Na kapitálovém trhu se katastrofické deriváty objevily v 90. letech 20. století a zatím jsou stále pouze v počáteční fázi svého vývoje.<sup>330</sup> Tyto exotické deriváty byly poprvé uvedeny k obchodování na Chicagské burze (Chicago Board of Trade, „CBOT“) ve formě tzv. katastrofických futures a „call-spread“ opcí.<sup>331</sup> Další pokusy burzovního obchodování s těmito produkty se odehrály na New Yorkské burze CATEX („Catastrophe Risk Exchange“) a na Bermudské komoditní burze (Bermuda Commodities Exchange, „BCE“), byly však v zásadě neúspěšné.<sup>332</sup> Více se s těmito produkty obchoduje na OTC trzích, kde jsou sjednávány katastrofické swapy („*catastrophe swap*“) a čistě katastrofické swapy („*pure catastrophe swap*“). Katastrofický swap je kontrakt, v němž pojištěný poskytuje pravidelné platby druhé straně („*reinsurer*“) a tato druhá strana je povinna poskytnout plnění pojištěnému pokud utrpí ztráty z katastrofy. Zároveň na tuto druhou stranu přechází nárok na kompenzaci vůči pojistiteli. U čistě katastrofického swapu si dvě strany vymění riziko ztrát (a tedy případného plnění) ze dvou vzájemně na sobě nezávislých katastrofických událostí.<sup>333</sup>

---

<sup>329</sup> „In reinsurance transactions, one or more insurers (i.e. the reinsurers) agree, for a premium, to indemnify a primary insurer against all or part of the loss that that primary insurer may sustain under its policies.“ BRUGGEMAN, Véronique. Capital Market Instruments for Catastrophe Risk Financing. Paper to be presented at the American Risk and Insurance Association 2007 Annual Meeting in Quebec City, Canada, August 5-8, 2007, p. 3.

<sup>330</sup> BRUGGEMAN, Véronique. Capital Market Instruments for Catastrophe Risk Financing. Paper to be presented at the American Risk and Insurance Association 2007 Annual Meeting in Quebec City, Canada, August 5-8, 2007, p. 18.

<sup>331</sup> “Spread (options): A combination of two or more call options or put options on the same stock with different exercise prices or times to expiration. A money spread refers to a spread with different exercise price; a time spread refers to differing expiration date.” LEE, Cheng F., LEE, Alice C. Encyclopedia of Finance. First Edition, Springer, 2006, p. 255.

<sup>332</sup> BRUGGEMAN, Véronique. Capital Market Instruments for Catastrophe Risk Financing. Paper to be presented at the American Risk and Insurance Association 2007 Annual Meeting in Quebec City, Canada, August 5-8, 2007, p. 20-22.

<sup>333</sup> „For instance, a Japanese insurer with an excess of Japanese earthquake risk may wish to reduce its concentrations by swapping a portion of its portfolio for an uncorrelated risk, such as a European windstorm, and French insurer, actively writing European windstorm risk, may wish to diversify its own portfolio and agrees to accept Japanese earthquake exposure in exchange for a portion of its European windstorm portfolio. The end result of this series of exchanges is greater portfolio balance for the two insurers, arranged on a relatively quick and cost-effective basis.“ BRUGGEMAN, Véronique. Capital Market Instruments for Catastrophe Risk Financing. Paper to be presented at the American Risk and Insurance Association 2007 Annual Meeting in Quebec City, Canada, August 5-8, 2007, p. 23.

## Závěr

Téma své diplomové práce jsem si ne zvolil náhodou, protože o problematiku (moderních) derivátů se zajímám již delší dobu. Tato práce, jak již její název „Moderní deriváty a jejich reflexe v platném právu“ napovídá, měla dva hlavní cíle.

Za prvé, měla by poskytnout jakýsi obecný úvod do problematiky moderních derivátů jako nové, ještě ne zcela konstituované kategorie derivátů a ukázat, že kromě základních typů derivátů existuje rozsáhlá skupina mnohem komplikovanějších derivátů, a uvést příklady nejvýznamnějších z nich. O moderních derivátech je v České republice relativně malé povědomí a kromě některých zmínek v odborné literatuře a několika málo odborných článků o nich neexistuje žádná ucelená publikace. V zahraniční literatuře existuje publikací týkajících se moderních derivátů více, přestože i zde je stále ještě poměrně velký prostor pro další odborné texty. Také jsem se snažil provést dělení derivátů na klasické deriváty a moderní deriváty, poukázat na jejich vzájemné rozdíly a najít argumenty a jejich vzájemné odlišnosti, které ospravedlňují toto dělení.

Za druhé, zabýval jsem se podstatou derivátů a právní úpravou derivátů v českém právním řádu, protože přes určité zpřesnění právní úpravy derivátů (zejména v důsledku implementace evropské směrnice MiFID do českého práva) stále existuje ohledně právní kvalifikace derivátů mnoho nejasností. Přestože tato práce není a vzhledem ke svému rozsahu ani nemůže být vyčerpávajícím textem o moderních derivátech, věřím, že dostala zadanému tématu, když se zabývala jak moderními deriváty, tak jejich právní úpravou.

Poměrně obtížným bylo při psaní této práce především vzájemné vymezení klasických a moderních derivátů, neboť odborná (ani zahraniční) literatura žádné takové ucelené srovnání neobsahuje. Věřím ale, že na jednotlivých příkladech se mi podařilo toto dělení ilustrovat a obhájit jeho platnost, přestože by se o něm samozřejmě dalo pojednat mnohem detailněji.

Různá míra pozornosti, kterou jsem věnoval příkladům moderních derivátů v kapitole třetí a čtvrté je dána jak jejich významem, tak i jednak mým zájmem. Emisní omezení ve formě povolenek bezprostředně ovlivňuje podnikání celé řady podnikatelských subjektů v EU, v derivátech na počasí je spatřován velký potenciál a jejich používání ve světě rychle roste. Problematika islámských financí je pak snad záležitostí nejnovější, v londýnské City je v současnosti „žhavým“ tématem, a do budoucna bude velice zajímavé sledovat další vývoj tohoto fenoménu.

Za jeden z hlavních přínosů, které mi napsání této práce poskytlo, pak považuji utřídění mých dosavadních znalostí o derivátech a jejich prohloubení, zejména co se týče právní úpravy v pozitivním českém právu. Problematikou moderních derivátů a především problematikou jejich praktické aplikace a jejich vlivu na finanční systém bych se chtěl zabývat i nadále v případném doktorském studiu a věřím, že vědomosti nabyté při psaní této diplomové práce k tomu poskytují dobrý základ.

## Seznam zkratek

- „ZPKT“** Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.
- „MiFID“** Směrnice Evropského Parlamentu a Rady 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS, ve znění směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/31/ES ze dne 5. dubna 2006, směrnice Evropského parlamentu a Rady 2007/44/ES ze dne 5. září 2007 a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2008/10/ES ze dne 11. března 2008.
- „ObčZ“** Zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů.
- „ObchZ“** Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.
- „LZPS“** Usnesení předsednictva České národní rady č. 2/1993 Sb., o vyhlášení Listiny základních práv a svobod jako součásti ústavního pořádku České republiky, ve znění pozdějších předpisů.
- „ZCP“** Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů.
- „DevZ“** Zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon, ve znění pozdějších předpisů.
- „ZKB“** Zákon č. 229/1992 Sb., o komoditních burzách, ve znění pozdějších předpisů.
- „LotZ“** Zákon č. 202/1990 Sb., o loteriích a jiných podobných hrách, ve znění pozdějších předpisů.
- „ZEmPov“** Zákon č. 695/2004 Sb., o podmínkách obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů a o změně některých zákonů, ve znění pozdějších předpisů.

# Seznam použité literatury a pramenů

## A. Knihy/Monografie

### 1. Česká literatura

BAKEŠ, KARFÍKOVÁ, KOTÁB, MARKOVÁ a kolektiv. *Finanční právo*. 5. upravené vydání, C. H. Beck, 2009.

JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2002.

JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2005.

JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. Druhé upravené vydání, GRADA Publishing a.s., 2010.

JÍLEK, Josef. *Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti*. První vydání, GRADA Publishing a.s., 2006.

DVOŘÁK, Petr. *Deriváty*. Druhé, přepracované vydání, Nakladatelství Oeconomica, 2008.

ZÁŠKODNÝ, Přemysl. PAVLÁT, Vladislav. BUDÍK, Josef. *Finanční deriváty a jejich oceňování*. První vydání, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2007.

TICHÝ, Tomáš. *Finanční deriváty*. První vydání, VŠB – Technická univerzita Ostrava, 2006.

KOLEKTIV AUTORŮ. *Komoditní derivátové obchody – Sborník vybraných příspěvků z 6. Mezinárodní vědecké konference*. Vydání první, vydala Mendelova zemědělská a lesnická univerzita v Brně, Provozně ekonomická fakulta, 2006.

REJNUŠ, Oldřich. *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. První vydání, Computer Press, 2004.

PAVLÁT, Vladislav, a kolektiv. *Kapitálové trhy*. První vydání, Professional Publishing, 2003.

VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. První vydání, ASPI, a.s., 2007.

PLÍVA, Stanislav. ELEK, Štefan. LIŠKA, Petr. MAREK, Karel. *Bankovní obchody*. První vydání, ASPI, a.s., 2009.

KNAPPOVÁ, Marta. ŠVESTKA, Jiří. DVOŘÁK, Jan a kolektiv. *Občanské právo hmotné* 2. 4. vydání, ASPI, a.s., 2005.

KNAPPOVÁ, Marta. ŠVESTKA, Jiří. DVOŘÁK, Jan a kolektiv. *Občanské právo hmotné I*. 4. vydání, ASPI, a.s., 2005.

ŠVESTKA, Jiří. JEHLIČKA, Oldřich. ŠKÁROVÁ, Marta. SPÁČIL, Jiří. *Občanský zákoník – komentář*. 10. jubilejní vydání, C. H. Beck, 2006.

ŠVESTKA, Jiří. SPÁČIL, Jiří. ŠKÁROVÁ, Marta. HULMÁK, Milan a kol. *Občanský zákoník II. §460 až 880. Komentář*. Druhé vydání, C. H. Beck, 2009.

GERLOCH, Aleš. *Teorie práva*. Páté upravené vydání, nakladatelství Aleš Čeněk, 2009.

DAMOHORSKÝ, Milan. *Právo životního prostředí*. 3. vydání, C. H. Beck, 2010.

## **2. Zahraniční literatura**

ELLERMAN, Denny A., BUCHNER Barbara K., CARRARO Carlo. *Allocation in the European Emissions Trading Scheme: Rights, Rents and Fairness*. First published in print format 2007, Cambridge University Press, 2007.

CHANCE, Don M., BROOKS, Robert. *An Introduction to Derivatives and Risk Management*. 7th edition, Thomson South-Western, 2008.

BRIYS, E., BELLALAH, M., MAI, H.M., VARENNE, F. de. *Options, Futures and Exotic Derivatives. Theory, Application and Practise*. Reprinted July 1998, John Wiley & Sons, 1998.

LOADER, David. *Clearing and Settlement of Derivatives*. First Published 2005, Elsevier Butterworth-Heinemann, 2005.

TAN, Chia Ch. *Demystifying Exotic Products: Interest Rates, Equities and Foreign Exchange*. This edition first published 2010, John Wiley & Sons Ltd, 2010.

JEWSON, Stephen, BRIX, Anders, ZIEHMANN, Christine. *Weather Derivative Valuation: The Meteorological, Statistical, Financial and Mathematical Foundations*. First published in print format 2005, Cambridge University Press, 2005.

BANKS, Erik. *Exchange-Traded Derivatives*. First Edition, John Wiley & Sons Ltd, 2003.

KOLB, Robert W., OVERDAHL, James A. *Financial Derivatives*. First Edition, John Wiley & Sons, Inc., 2003.

VENARDOS, Angelo. *Current Issues in Islamic Banking and Finance: Resilience and Stability in the Present System*. First Edition, World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd., 2010.

PORZIO, Mario, KHAN, M. Fahim. *Islamic Banking and Finance in the European Union. A Challenge*. 1st edition, Edward Elgar Publishing Limited, 2010.

AL-AMINE, Muhammad, AL-BASHIR Muhammad. *Risk Management in Islamic Finance: An Analysis of Derivatives Instruments in Commodity Markets*. 1st edition, Brill, 2008.

ABDUL-RAHMAN, Yahia. *The Art of Islamic Banking and Finance: Tools and Techniques for Community-Based Banking*. First Edition, John Wiley&Sons, 2010.

HALLAQ, Wael B. *An Introduction to Islamic Law*. First published in print format 2009, Cambridge University Press, 2009.

AYUB, Muhammad. *Understanding Islamic Finance*. First Edition, John Wiley & Sons, 2007.

HANSJÜRGENS, Bernd. *Emissions Trading for Climate Policy*. First published in print format 2005, Cambridge University Press, 2005.

ANTES, Ralf, HANSJÜRGENS Bernd, LETMATHE Peter. *Emissions Trading and Business*. 1st edition, Physica-Verlag, 2006.

HULL, John, C. *Fundamentals of Futures and Options Markets*. 4th edition, Prentice Hall, 2002.

HULL, John, C. *Options, Futures, and Other Derivatives*. 5th edition, Prentice Hall, 2002.

MAXWELL, William F., SHENKMAN, Mark R. *Leveraged Financial Markets: A Comprehensive Guide to High-Yield Bonds, Loans, and Other Instruments*. 1st edition, McGraw-Hill, Inc., 2010.

GOODMAN, Laurie S., LI, Shumin, LUCAS, Douglas J., ZIMMERMAN, Thomas A., FABOZZI, Frank J. *Subprime Mortgage Credit Derivatives*. 1st edition, John Wiley & Sons, Inc., 2008.

BANKS, Erik. *The Credit Risk of Complex Derivatives*. 3rd edition, Palgrave Macmillan, 2004.

TAGLIANI, Matthew. *The Practical Guide to Wall Street: Equities and Derivatives*. 1st edition, John Wiley & Sons, Inc., 2009.

BOFIM, Antulio N., *Understanding Credit Derivatives and Related Instruments*. 1st edition, Elsevier Academic Press, 2005.

AUGEN, Jeff. *The Volatility Edge in Options Trading: New Technical Strategies for Investing in Unstable Markets*. Second Printing June 2008, Pearson Education, Inc., 2008.

GARNER, Carley, BRITTAIN, Paul. *Commodity Options: Trading and Hedging Volatility in the World's Most Lucrative Market*. First Printing January 2009, Pearson Education, Inc., 2009.

LABATT, Sonia, WHITE, Rodney R. *Environmental Finance: A Guide to Environmental Risk Assessment and Financial Products*. 1st edition, John Wiley & Sons, Inc., 2002.

KHORSHID, Aly. *Islamic Insurance: A modern approach to Islamic banking*. This edition published in the Taylor & Francis e-Library, RoutledgeCurzon, 2005.

BRYAN, Dick, RAFFERTY, Michael. *Capitalism with Derivatives: A Political Economy of Financial Derivatives, Capital and Class*. First published in 2006, Palgrave Macmillan, 2006.

WOOD, Philip. *Law and Practise of International Finance*. First Edition, Sweet & Maxwell, 2008.

LEE, Cheng F., LEE, Alice C. *Encyclopedia of Finance*. First Edition, Springer, 2006.

BLACK, Henry Campbell. *A Law Dictionary*. Second Edition, West Publishing Co., 1910.

REINERT, Kenneth A., RAJAN, Ramkishen S., GLASS, Amy Jocelyn, DAVIS, Lewis S. *The Princeton Encyclopedia of the World Economy*. First Edition, Princeton University Press, 2009.

CHANCE, Don M. *Essays in Derivatives: Risk-Transfer Tools and Topics Made Easy*. Second Edition, John Wiley & Sons, 2008.

NELSON, Paul. *Capital Markets Law and Compliance: The Implications of MiFID*. First published in print format 2008, Cambridge University Press, 2008.

EALES, Brian A., CHOUDHRY, Moorad. *Derivative Instruments: A Guide to Theory and Practise*. First published 2003, Butterworth – Heinemann, 2003.

DAVIDSON, Alexander. *How the City Really Works: The Definitive Guide to Money and Investing in London's Square Mile*. Third edition, Kogan Page, 2010.

HASENPUSH, Tina P. *Clearing Services for Global Markets*. First published in print format 2009, Cambridge University Press, 2009.

JAMES, Tom. *Energy price risk*. First edition, Palgrave Macmillan, 2003.

ROBERTS, Richard. *The City: A Guide to London's Global Financial Centre*. Second Edition, Profile Books Ltd, 2008.

PILIPOVIC, Dragana. *Energy Risk: Valuing and Managing Energy Derivatives*. Second Edition, McGraw-Hill, 2007.

## **B. Odborné články**

KUDRNA, Karel. *Smlouva typová, inominátní a smíšená*. Bulletin advokacie, 2001, číslo 8, str. 53-56.

HANDLAR, Jiří. *Právní režim inominátního závazku v občanském a obchodním právu*. Právní rozhledy, 2003, číslo 4, str. 164 a násl.

KUDRNA, Karel. *Přípustnost inominátních a smíšených smluv v českém právu soukromém*. Právní rozhledy, 2001, číslo 11, str. 548 a násl.

NESNÍDAL, Jiří. *Soudní nevymahatelnost výhry ze sázek a her*. Ekonom, 1997, číslo 13, str. 63. (získáno ze systému ASPI)

RABAN, Přemysl. *Warranty v našem právu*. Právní rozhledy, 2003, číslo 6, str. 270 a násl.

GEYSER, JM. *Weather derivatives: Concept and Application for their use in South Africa*. Agrekon, Vol. 43, No. 4 (December 2004).

CAMPBELL, Sean D. DEIBOLD, Francis X. *Weather Forecasting for Weather Derivatives*. Center for Financial Studies Working Paper No. 2004/10. Revised version. January 2004.

## **C. Ostatní odborné zdroje**

České účetní standardy pro účetní jednotky, které účtují podle vyhlášky č. 501/2002 Sb., ve znění pozdějších předpisů („České účetní standardy pro finanční instituce“), standard č. 110 – Deriváty.

ELLERMAN, A. Denny, JOSKOW, Paul L. *The European Union's Emission's Trading Scheme in perspective*. Report. Prepared for the Pew Center on Global Climate Change. May 2008.

*Critical Issues in Weather Modification Research*. Report of the National Research Council of the National Academies, National Academy of Sciences, 2003.

Důvodová zpráva k zákonu č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.

Důvodová zpráva k zákonu č. 219/1995 Sb., devizový zákon.

Důvodová zpráva k zákonu č. 202/1990 Sb., o loteriích a jiných podobných hrách.

(autor neznámý), *Výklad k §1 devizového zákona*. Ekonom, 1995, číslo 43 (získáno ze systému ASPI).



Znamenáčková, Zuzana. *Porovnání účtování derivátů a zajištění podle IFRS a US GAAP standardů*. Diplomová práce. Univerzita Karlova v Praze, Fakulta sociálních věd, Institut ekonomických studií, 2007.

Procházka, Pavel. *Evropský systém obchodování s emisními povolenkami a jeho dopady na jednání relevantních subjektů v ČR*. Diplomová práce. Masarykova univerzita v Brně, Fakulta sociálních studií, Katedra mezinárodních vztahů a evropských studií, 2008.

BRUGGEMAN, Véronique. *Capital Market Instruments for Catastrophe Risk Financing*. Paper to be presented at the American Risk and Insurance Association 2007 Annual Meeting in Quebec City, Canada, August 5-8, 2007.

DODD, Randall. *Derivatives Markets: Sources of Vulnerability in U.S. Financial Markets*. Paper of the Financial Policy Forum – Derivatives Study Center. Washington. Updated May, 2004.

CONSIDINE, Geoffrey. *Introduction to Weather Derivatives*. Weather Derivatives Group, Aquila Energy.

FUSARO, Peter C. *Weather Derivatives Starting to Rocket*. Energy Hedge, Vol. 1, No. 10, October 2005.

CAO, Melanie. WEI, Jason. *The Nature and Use of Weather Derivatives*. Presentation given at Alternative Investment Conference, Ontario, November 14-16, 2001.

GARCIA, Antoni Ferrer. STURZENEGGER, Franz. *Hedging Corporate Revenues with Weather Derivatives: A Case Study*. Master's Thesis. Université de Lausanne, Ecole des Hautes Etudes Commerciales, 2001.

AINLEY, Michael. MASHAYEKHI, Ali. HICKS, Robert. RAHMAN, Arshadur. RAVALIA, Ali. *Islamic Finance in the UK: Regulation and Challenges*. Report. Financial Services Authority, November 2007.

#### **D. Internetové zdroje**

Global Islamic Finance Report (GIFR 2010). *Chapter 14: Islamic Derivatives: Theory and Practise*. Získáno z <http://www.globalislamicfinancereport.com/2010/> (stránka navštívena dne 25. března 2011).

Financial Accounting Standards Board of the Financial Accounting Foundation. *Statement of Financial Accounting Standards No. 133 (Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities)*. June 1998. Získáno z <http://www.gasb.org/cs/BlobServer?blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobkey=id&blobwhere=1175820923424&blobheader=application%2Fpdf> (stránka navštívena dne 6. června 2011).

Ernst & Young, Newsletter. *IFRS 9: IASB vydala první část standardu nahrazujícího IAS 39*. Číslo 60, listopad 2009. Získáno z [http://www.komora-ucetnich.cz/files/useruploads/bulletin\\_ifrs/bul\\_ifrs\\_09\\_mv\\_60.pdf](http://www.komora-ucetnich.cz/files/useruploads/bulletin_ifrs/bul_ifrs_09_mv_60.pdf) (stránka navštívena dne 8. června 2011).

Deloitte, Účetní zpravodaj: Novinky z oblasti českého účetnictví, IFRS a US GAAP. *Rada IASB vydává standard IFRS 9 – Finanční nástroje*. Prosinec 2009. Získáno z <http://www.deloitte.com/cz/bulletiny/ucetni-zpravodaj/0912#b01> (stránka navštívena dne 8. června 2011).

DORFLEITNER, Gregor. WIMMER, Maximilian. *The pricing of temperature futures at the Chicago Mercantile Exchange*. 2009. Získáno z <http://epub.uni-regensburg.de/9816/3/preprint.pdf> (stránka navštívena dne 20. června 2011).

GABBI, Giampaolo. *Weather Derivatives Introduction*. (presentation). Získáno z <http://personal.uncc.edu/betherto/wxder.pdf> (stránka navštívena dne 10. června 2011).

NICHOLLS, Mark. *Confounding the Forecasts*. Environmental Finance – October 2004. Updated July 2008. Získáno z <http://www.environmental-finance.com/2004/0410oct/weather.htm> (stránka navštívena dne 6. prosince 2009).

DVOŘÁK, Tomáš. *K některým otázkám právní úpravy sázky a hry s přihlédnutím k principu dobrých mravů 3. část*. Získáno z <http://tisk.juristic.cz/75519/tisk/old> (stránka navštívena dne 6. června 2011).

DVOŘÁK, Tomáš. *K některým otázkám právní úpravy sázky a hry s přihlédnutím k principu dobrých mravů 2. část*. Získáno z [http://obchodni.juristic.cz/75518/clanek/j\\_obchod2](http://obchodni.juristic.cz/75518/clanek/j_obchod2) (stránka navštívena dne 6. června 2011).

MACE, M. J. *The Legal Nature of Emission Reductions and EU Allowances: Issues Addressed in International Workshop*. JEPPL 2/2005. Získáno z <http://www.field.org.uk/files/Legal%20Nature%20JEEPL%20Article.pdf> (stránka navštívena dne 23. června 2011).

KRUTIŠ, Petr. *Povaha emisních povolenek z hlediska vymezení investičních nástrojů v MiFID*. Náзор sekce regulace a dohledu nad kapitálovým trhem České národní banky, č.j. 2007/17590/540. Získáno z [http://www.cnb.cz/cs/faq/faq\\_kt/emisni\\_povolenky.html](http://www.cnb.cz/cs/faq/faq_kt/emisni_povolenky.html) (stránka navštívena dne 23. června 2011).

MAKOVSKÝ, Zdeněk. TETŘEVOVÁ, Liběna. *Finanční deriváty jako finanční instrumenty a hazard*. Univerzita Pardubice, Fakulta ekonomicko-správní, Ústav ekonomie. Získáno z [http://dspace.upce.cz/bitstream/10195/35588/1/MakovskyZ\\_FinancniDerivaty\\_SP\\_FE\\_S\\_2007.pdf](http://dspace.upce.cz/bitstream/10195/35588/1/MakovskyZ_FinancniDerivaty_SP_FE_S_2007.pdf) (stránka navštívena dne 24. června 2011).

LINHART, Petr. *Problematika obchodování s povolenkami skleníkových plynů z pohledu teplárenství*. Prezentace. Teplárenské sdružení České republiky. Získáno z [www.aem.cz/svse/ae061123/ts\\_linhart.ppt](http://www.aem.cz/svse/ae061123/ts_linhart.ppt) (stránka navštívena dne 21. června 2011).

Foundation for International Environmental Law and Development (FIELD). *International Workshop on the Legal Nature of Emissions Reductions*. Background paper, London, 2004. Získáno z <http://www.field.org.uk/files/LNA%20Background%20Paper.pdf> (stránka navštívena dne 21. června 2011).

WEMAËRE, Matthieu. *Legal Nature of Kyoto Units*. Presentation. University of Siena, June 2006. Získáno z <http://www.field.org.uk/files/Legal%20Nature%20JEEPL%20Article.pdf> (stránka navštívena dne 21. června 2011).

## E. Právní předpisy

Usnesení předsednictva České národní rady č. 2/1993 Sb., o vyhlášení Listiny základních práv a svobod jako součásti ústavního pořádku České republiky, ve znění pozdějších předpisů.

Směrnice Evropského Parlamentu a Rady 2004/39/ES, o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS, ve znění směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/31/ES ze dne 5. dubna 2006, směrnice Evropského parlamentu a Rady 2007/44/ES ze dne 5. září 2007 a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2008/10/ES ze dne 11. března 2008.

Směrnice Evropského Parlamentu a Rady 2003/87/ES, o vytvoření systému pro obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů ve Společenství a o změně směrnice Rady 96/61/ES.

Rozhodnutí Rady Evropské Unie 2002/358/ES ze dne 25. dubna 2002, o schválení Kjótského protokolu k Rámcové úmluvě OSN o změně klimatu jménem Evropského společenství a o společném plnění závazků z něj vyplývajících.

Zákon č. 695/2004 Sb., o podmínkách obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů a o změně některých zákonů, ve znění pozdějších předpisů.

Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů.

Zákon č. 229/1992 Sb., o komoditních burzách, ve znění pozdějších předpisů.

Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů.

Zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon, ve znění pozdějších předpisů.

Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů.

Zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

Zákon č. 277/2009 Sb., o pojišťovnictví, ve znění pozdějších předpisů.

Zákon č. 37/2004 Sb., o pojistné smlouvě a o změně souvisejících zákonů, ve znění pozdějších předpisů.

Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů.

Zákon č. 202/1990 Sb., o loteriích a jiných podobných hrách, ve znění pozdějších předpisů.

Vyhláška Ministerstva financí 223/1993 Sb., o hracích přístrojích, ve znění pozdějších předpisů.

Vyhláška Česká národní banky 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry, ve znění pozdějších předpisů.

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

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

Vyhláška Ministerstva financí č. 323/2002 Sb., o rozpočtové skladbě, ve znění pozdějších předpisů.

Vyhláška České národní banky č. 333/2002 Sb., kterou se stanoví pravidla obezřetného podnikání ovládajících osob na konsolidovaném základě, ve znění pozdějších předpisů.

## **Abstract/ Modern Types of Derivatives and its Reflection in the Positive Law**

The purpose of my thesis is to provide an introduction to modern types of derivatives and analyze its regulation in the positive law of the Czech Republic. The reason for my research is an absence of literature on modern types of derivatives in the Czech language, as well as the fact that the legal nature of derivatives remains still unclear.

The thesis is composed of four chapters. Chapter One provides an introduction into derivatives in general. It deals with the notion of derivatives and classifies them as an innovative instrument of the capital market. It also tries to analyze various definitions of derivatives, and although it concludes that there is no ideal, all-encompassing definition of derivatives, existing definitions usually give fairly good idea about what the derivatives are. Chapter One further deals with the regulation of derivatives in the Czech law (importantly, it tries to rebut an opinion that derivatives fall under the regulation of hazardous activities), it focuses on economic function of derivatives (namely hedging and speculation), it explains and justifies the division of derivatives into “classic” and “modern” or “exotic” derivatives, and finally it describes the main types of classic derivatives and its underlyings.

Chapter Two is called “Characteristics of the Modern Types of Derivatives” and consists of three parts. Part One investigates types of underlyings of modern derivatives, Part Two explains modern derivatives as combinations of classic types of derivatives and Part Three deals with exotic options.

Chapter Three provides an outline of some selected types of modern derivatives. It describes specifics of weather derivatives, derivatives on emission allowances and Islamic derivatives.

Finally, Chapter Four gives a flavour of some other recently discussed modern derivative products, such as energy derivatives, credit derivatives and catastrophe derivatives.

## **Resumé/ Moderní typy derivátů a jejich reflexe v platném právu**

Účelem této diplomové práce je poskytnout úvod od moderních typů derivátů a analyzovat jejich úpravu v pozitivním právu České republiky. Hlavním důvodem zvolení tohoto tématu je především nedostatek literatury ohledně moderních typů derivátů v českém jazyce, jakož i skutečnost, že právní povaha derivátů stále není zcela vyjasněná.

Diplomovou práci tvoří čtyři kapitoly. První kapitola se zabývá obecným úvodem do derivátů, rozebírá pojem derivátu a zařazuje je pod širší pojem inovací kapitálového trhu. Také se snaží o srovnání různých definic derivátů, a přestože dochází k tomu, že neexistuje ideální univerzální definice derivátu, uzavírá, že stávající definice většinou dostatečným způsobem vymezují deriváty oproti ostatním nástrojům kapitálového trhu. První kapitola dále rozebírá právní úpravu derivátů v českém právu (kde se mimo jiné snažím vyvrátit názor, že deriváty lze podřadit pod právní úpravu hazardních her a aktivit), pojednává o ekonomické funkci derivátů (kterou je především zajištění a spekulace), uvádí a snaží se najít argumenty pro dělení derivátů na „klasické“ deriváty a „moderní“ či „exotické“ deriváty, a konečně uvádí hlavní druhy klasických derivátů a jejich podkladové proměnné.

Druhá kapitola je nazvána „Specifika moderních typů derivátů“ a tvoří ji tři části. První část rozebírá typy podkladových proměnných u moderních derivátů, druhá část pojednává o moderních derivátech jako kombinacích základních typů derivátů a část třetí se zabývá exotickými opcemi.

Kapitola třetí pojednává o některých vybraných typech moderních derivátů a popisuje specifika derivátů na počasí, derivátů na emisní povolenky a islámských derivátů.

Konečně, kapitola čtvrtá pak uvádí některé další v poslední době často diskutované moderní deriváty, jako např. deriváty na energie, úvěrové deriváty a katastrofické deriváty.

## **Klíčová slova**

Derivatives, Capital Markets, Finance Law.

Deriváty, Kapitálový trh, Finanční právo.