

FINANČNÍ DERIVÁTY JAKO FINANČNÍ INSTRUMENTY A HAZARD

Zdeněk Makovský, Liběna Tetřevová

Univerzita Pardubice, Fakulta ekonomicko-správní, Ústav ekonomie

Abstract: *The article deals with the problems of financial derivatives in connection with financial instruments and hazard. Firstly, alternative reasons of using financial derivatives are explained. Then, financial derivatives as financial instruments are characterized. At the end of the article the attention is paid to the financial derivatives as gambling.*

Key words: *financial derivatives, financial instruments, hazard, risk, hedging, trading*

Úvod - Alternativní důvody využití finančních derivátů podniky

Jednotlivé subjekty finančního trhu vedou rozličné důvody k využívání finančních derivátů. Z pohledu podniků jako subjektů finančního trhu lze přitom uvažovat o dvou základních důvodech, a to o zajištění a spekulaci.

Finanční deriváty, ať už jsou podnikovým managementem využívány se záměrem zajistit se proti riziku či spekulovat, mohou přispět k naplňování podnikových cílů v pluralitním pojetí. V daném případě hrají dominantní roli cíle finanční, jež jsou charakteristické svou průřezovou a integrační povahou. Alternativní cíle firmy přitom v konečném důsledku směřují k naplnění vrcholného cíle každého podnikatelského subjektu, za který se v současné době považuje maximalizace tržní hodnoty firmy pro její vlastníky [6].

Při obchodování s finančními deriváty podnik využívá investiční funkce peněz. Investiční funkce peněz není však jedinou funkcí, která může být v případě finančních derivátů uplatňována, lze uvažovat rovněž o funkci peněz jako platebního prostředku, a to v případech, kdy obchodováním s finančními deriváty podnik nesleduje investiční cíle (zhodnocování kapitálu), ale primárně má spekulaci záměry.

Uváděné důvody (zajištění či spekulace), vedoucí v podnikové praxi k využívání finančních derivátů, vyjadřují protichůdný postoj managerů k riziku. Ten je determinován především osobním založením managerů, systémem jejich motivace a v neposlední řadě finanční silou podniku. V případě snahy o zajištění je patrná nechuť či averze k riziku, kdy se subjekt snaží vyhnout riziku a volí činnosti či projekty bez rizika či pouze s malým stupněm rizika anebo postupy, které minimalizují míru rizika. Naopak v případě spekulací je patrný sklon k riziku, neboť v tomto případě subjekt dává přednost činnostem či projektům s vyšším nebezpečím špatných výsledků, ale zároveň s větší nadějí na vyšší efekty.

Na deriváty lze z hlediska podstaty a vztahu podnikatelského subjektu k riziku v zásadě pohlížet dvojnásobem, a to jako na:

- ekonomické (finanční) instrumenty nebo
- hazard (sázky a hry).

Finanční deriváty - finanční instrumenty

Pohlížíme-li na deriváty jako na finanční instrumenty, jedná se především o nástroje zajišťovací povahy, tj. nástroje ochrany proti riziku.

Každý subjekt podnikání naráží na podnikatelské riziko, které vyjadřuje nebezpečí, že dosažené výsledky podnikání se budou odchylovat od výsledků předpokládaných [7], a to ať už v negativním slova smyslu (nebezpečí horších hospodářských výsledků či ztrát) či v pozitivním slova smyslu (šance většího úspěchu a vyšších zisků). Celkové podnikatelské

riziko přitom představuje riziko celkového úspěchu či neúspěchu podnikání a projevuje se v hodnotě firmy.

Každý podnikatelský subjekt se snaží rizika řídit a provádí tak určitou rizikovou politikou. Riziková politika v sobě zahrnuje takové činnosti jako identifikaci rizika, měření stupně rizika, kvantifikaci vlivu rizika na podnikatelskou činnost a ochranu proti rizikům. Ochrana proti riziku se může vyznačovat buď ofenzivním přístupem k riziku (tj. odstranění příčin rizika, tj. jeho eliminace) anebo defenzivním přístupem k riziku (redukce nepříznivých důsledků rizika).

Za základní způsoby ochrany proti nepříznivým důsledkům podnikatelského rizika lze považovat volbu právní formy podnikání, prosté omezování rizika, diverzifikaci rizika, flexibilitu podnikání, dělení rizika, transfer rizika, pojištění, etapovou přípravu a realizaci projektu či tvorbu rezerv v podnicích.

Z pohledu rizik představují deriváty nástroj řízení tržního rizika. Jak uvádí Jílek [5], základním cílem derivátů je zajistit účinný a efektivní mechanismus řízení tržního rizika. V praxi se lze dále setkat s úvěrovými deriváty, jež představují nástroj řízení úvěrového rizika, které je součástí rizika finančního.

Lze konstatovat, že finanční deriváty představují nástroj ochrany proti riziku formou pojištění. Jako příklad lze uvést zakoupení call opce na nákup cizí měny za předem dohodnutou realizační cenu, která představuje obdobu uzavření běžné pojistné smlouvy. V případě, že kurz měny se vyvíjí příznivě, majitel opci nevyužije a zaplacená cena opce představuje náklad podniku, proti kterému nestojí žádné výnosy, stejně jako zaplacené pojistné v případě, že nenastane pojistná událost.

Finanční deriváty a hazardní hry

V dnešní době je nejčastějším motivem obchodování s deriváty spekulace, tedy pravý opak původního motivu zajišťování. V důsledku tohoto motivu je použitím derivátů riziko zvyšováno, a to nad rámec finančních rizik spojených s běžnou aktivitou podnikatelských subjektů. Uvedená skutečnost pak vede některé autory k názoru, že obchodování s deriváty by vlastně mělo být zahrnuto do legislativy loterií a jiných podobných her a odpovídajícím způsobem regulováno. Např. Jílek [4] uvádí, že deriváty jsou právně i ekonomicky součástí hazardních her (tj. gamblingu).

S tímto názorem ale nelze zcela souhlasit, oblast hazardu v České republice upravuje zákon č. 202/1990 Sb., o loteriích a jiných podobných hrách, v platném znění, ve kterém je však upraven hazard pouze pro fyzické osoby, které nejsou podnikateli. Legalizace hazardu s omezením pouze na fyzické osoby, jež nejsou podnikateli, je determinována ekonomickým efektem právnických osob, a to se všemi multiplikačními důsledky pro fungování ekonomiky dané země. Riziko spojené s hazardováním fyzických osob není pro ekonomiku státu z národohospodářského hlediska příliš významné, abstrahujeme-li od důsledků v podobě vysoké kriminality (např. ve formě praní špinavých peněz, loupeží, pouliční kriminality apod.).

Současně je však třeba upozornit na skutečnost, že ani zajišťovací, ani spekulativní deriváty nepřinášejí společnosti jako celku žádnou přidanou hodnotu, realizace obchodů s deriváty nemá totiž charakter produktivní činnosti, jediné subjekty, které na těchto obchodech profitují jsou jejich organizátoři. Např. Jílek uvádí, že „pokud by deriváty vůbec neexistovaly, potom by společnost dosahovala lepších výsledků. Deriváty tlumí hospodářský růst. Reálná ekonomika by měla být odstíněna od derivátů, neboť ekonomika je příliš vážnou věcí.“ [3].

Na rozdíly mezi deriváty a hrami a sázkami upozorňuje také Dvořák, který tvrdí, že zde existují jasné rysy, které deriváty od her a sázek odlišují [1]:

- u derivátů je bazickým instrumentem ekonomická veličina, u her a sázek se může jednat o cokoli,
- výše zisku či ztráty u derivátů se obvykle přímo odvíjí od rozdílu mezi cenou sjednanou v kontraktu a vývojem cen na trhu, u her a sázek je výhra stanovena buď fixní částkou nebo jiným způsobem, který se však neodvíjí od rozdílu mezi sjednanou hodnotou určité veličiny a jejím aktuálním vývojem,
- výše zisku či ztráty u derivátů není závislá na jiných kontraktech, počtu účastníků apod., u her a sázek je často taková závislost stanovena.

S tímto názorem však lze částečně polemizovat. Podle našeho názoru jak u derivátů, tak i u loterií může být okolnost, na které závisí prohra či výhra v zásadě jakákoli, např. se může jednat o počasí.

Rovněž tvrzení, že výše zisku či ztráty u derivátů není závislá např. na počtu účastníků, zatímco u her a sázek tato závislost stanovena je, není zcela přesné, neboť loterie a jiné podobné hry povolené podle zákona č. 202/1990 Sb., o loteriích a jiných podobných hrách, v platném znění, § 2 odst. a) - peněžité nebo věcné loterie, losy, odst. b) - tomboly, odst. c) - číselné loterie, odst. d) - okamžité loterie, odst. g) - hry zvané „bingo“, odst. h) - kurzové sázky a odst. j) - hry provozované pomocí technických zařízení jsou takové loterie a hry, u kterých počet účastníků není předem znám. Pouze loterie a podobné hry podle § 2 odst. e) - výherní hrací přístroje, odst. f) - sázení na sportovní výsledky se stanoveným podílem výher k počtu vkladů, odst. i) - kasinové hry a odst. k) - dostihové sázky jsou takové hry, u kterých počet účastníků je znám předem.

Rozhodující pro vymezení vztahu mezi finančními deriváty a hazardem z právního hlediska jsou ustanovení zákona č. 202/1990 Sb., o loteriích a jiných podobných hrách, v platném znění, kde se v § 1 odst. 1 uvádí, že loterií nebo jinou podobnou hrou se rozumí „hra, jíž se účastní dobrovolně každá fyzická osoba, která zaplatí vklad (sázku), jehož návratnost se účastníkovi nezaručuje. O výhře nebo prohře rozhoduje náhoda nebo předem neznámá okolnost nebo událost uvedená provozovatelem v předem stanovených herních podmínkách.“.

Toto ustanovení je dále specifikováno v § 1 odst. 7, kde je uvedeno, že „Účastníkem loterie nebo jiné podobné hry může být jen fyzická osoba, která dovršila 18 let věku a která v souladu s herním plánem uhradí vklad (sázku) provozovateli předem, a to v hotovosti nebo bezhotovostně“.

Z uvedeného vyplývá, že omezení loterií pouze pro fyzické osoby vylučuje, aby obchody s deriváty byly z právního hlediska v České republice považovány za hry a sázky, přestože svým charakterem se o sázky jedná (a provozují je převážně právnické osoby).

Okolnost nebo událost, která rozhoduje o zisku či ztrátě může být v případě sázek i derivátů velmi podobná nebo dokonce stejná. Podle § 1 odst. 2 zákona č. 202/1990 Sb., o loteriích a jiných podobných hrách, v platném znění, „okolnost, jež určuje výhru, nesmí být nikomu známa a musí být takového druhu, aby nemohla být provozovatelem nebo sázejícím ovlivněna“. Tomuto vymezení mohou odpovídat okolnosti či události charakteristické jak pro loterie, tak pro obchody s deriváty, neboť např. vývoj akciového indexu, kurzu měny, úrokových sazeb, počasí apod. není předem znám, stejně tak jako není předem znám např. výsledek sportovního utkání, vrhu kostky či ruletového kola.

Závěr

Na základě výše uvedeného lze konstatovat, že zejména spekulativní deriváty (zpravidla s vysokým stupněm pákového efektu) je možno z ekonomického hlediska považovat za losy, kterými se „investor“ sází s obchodníkem (emitentem derivátu) o výsledek určitého popsatelného ekonomického jevu či procesu. Vlastní bazické aktivum, např. akcie, nemusí vůbec být předmětem obchodu a slouží pouze jako generátor náhody. Z uvedeného důvodu je možné se ztotožnit s názorem Jílka, který tvrdí, že: „účastníky derivátového trhu nelze nikdy nazvat investory“ [4].

Jílek [4] vychází primárně z toho, že deriváty lze nazývat pouze takové kontrakty, které splňují definici finančního nástroje jako právně závazného kontraktu. Této definici vyhovují pouze takové kontrakty, které sjednávají obchodní partneři, z nichž alespoň jeden je licencovaným subjektem a obchody sjednává v rámci podnikání. Takovéto kontrakty upravuje zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, v platném znění a zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon, v platném znění. Jde o veškeré burzovní deriváty a o OTC kontrakty, kde alespoň jednou obchodní stranou je subjekt s licenci. Licence pro burzovní a OTC deriváty přitom uděluje v České republice Česká národní banka.

Z ekonomického i právního hlediska lze doporučit využití připravované novely zákona o loteriích k tomu, aby obchodování se spekulativními deriváty bylo rovněž po právní stránce považováno za hazard s veškerými důsledky, kterými je např. nemožnost výhru právně vymáhat nebo pohledávky z výher platně zajistit - blíže viz § 845 a 846 zákona č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, v platném znění. Lze tak eliminovat riziko negativních národohospodářských důsledků plynoucích z vzniku vymahatelných ztrát způsobených derivátovým hazardem. Omezené znalosti a zkušenosti účastníků derivátového trhu totiž mohou v konečném efektu vést k nekontrolovaným výkyvům finančních trhů a tím k rozkolísání zásadních ekonomických ukazatelů. Jako příklad lze uvést hedgeové fondy (tj. investiční entity, které se snaží o dosažení absolutního výnosu využíváním investičních příležitostí za současné snahy zabránit finanční ztrátě [2]), které obchodují především s deriváty a představují tak zásobárny spekulativního kapitálu. Jde přitom o investování krátkodobé a spekulativní, kdy v průběhu jednoho dne jsou schopny „stáhnout“ z trhu miliardy dolarů. Nutné je tedy exaktně právně vymezit deriváty a rozlišit deriváty zajišťovací a deriváty spekulativní.

Jedním z možných kritérií, podle kterého lze deriváty rozdělit na investiční (zajišťovací) a spekulativní je existence pákového efektu. V případě použití derivátů s pákovým efektem je nesporné, že základním motivem ekonomického subjektu je zvyšování teoretické možnosti zisku za současného zvýšení rizika. Vysledovat zde lze analogické parametry používané v oblasti loterií, a to zvýšení maximální výhry z jedné hry za současného zvýšení maximální hodinové prohry, resp. výhry. Naopak deriváty bez pákového efektu lze přirovnat spíše k pořízení pojištění (zajišťovací instrument) či k nákupu cenného papíru (investiční instrument).

Dalším možným kritériem rozlišení na dané dvě skupiny derivátů je charakter podkladového aktiva. V případě podkladového aktiva ekonomické povahy hovoříme o investičním či zajišťovacím instrumentu. V případě podkladového aktiva povahy předmětu sázky, např. počasí, hovoříme o spekulativním instrumentu.

Použitá literatura:

- [1] Dvořák, P. Deriváty. 1. vyd. Praha: VŠE Praha, 2006. 297 s. ISBN 80-245-1033-2
- [2] Gladiš, D. Naučte se investovat. 2. vyd. Praha: Grada Publishing, 2005. 174 s. ISBN 80-247-1205-9
- [3] Jílek, J. Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2006. 260 s. ISBN 80-247-1826-X
- [4] Jílek, J. Finanční a komoditní deriváty. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2004. 624 s. ISBN 80-247-0342-4
- [5] Jílek, J. Finanční trhy. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 1997. 528 s. ISBN 80-7169-453-3
- [6] Moyer, R. Ch. and co-authors. Contemporary Financial Management. 8th ed. Cincinnati: Western College Publishing, 2001. 896 p. ISBN 0-324-00894-5
- [7] Režňáková, M.; Zinecker, M. Finanční management - II. část. 1. vyd. Brno: VUT v Brně, 2002. 111 s. ISBN 80-214-2250-5
- [8] Zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, v platném znění.
- [9] Zákon č. 202/1990 Sb., o loteriích a jiných podobných hrách, v platném znění.

Kontaktní adresa:

Ing. et Ing. Zdeněk Makovský
Fakulta ekonomicko-správní, Univerzita Pardubice
Studentská 84, 532 10 Pardubice
e-mail: Zdenek.Makovsky@seznam.cz

doc. Ing. Liběna Tetřevová, Ph.D.
Fakulta ekonomicko-správní, Univerzita Pardubice
Studentská 84, 532 10 Pardubice
e-mail: libena.tetrevova@upce.cz
tel.: +420 46 603 6161