

ZÁPADOČESKÁ UNIVERZITA V PLZNI

Fakulta právnická

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Obchodování s investičními nástroji na Burze cenných
papírů Praha, a.s.

Daniel Foud

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma „Obchodování s investičními nástroji na burze cenných papírů Praha, a.s.“ vypracoval samostatně, a že jsem vyznačil prameny, ze kterých jsem pro svou práci čerpal, způsobem pro vědeckou práci obvyklým.

V Plzni, dne 29. 3. 2019

.....

Daniel Foud

Poděkování

Tímto bych rád poděkoval mému vedoucímu práce panu PhDr. Mgr. Pavlu Sekničkovi, Ph. D. za věcné připomínky a rady ke zpracování práce.

Obsah

Úvod.....	1
1. Vymezení základních pojmů	3
1.1. Finanční trh.....	3
1.1.1. Trh s cizími měnami	5
1.1.2. Peněžní trh.....	6
1.1.3. Kapitálový trh	7
1.1.4. Trhy drahých kovů.....	9
1.1.5. Trh cenných papírů	9
1.2. Obchodníci s cennými papíry	12
1.2.1. Brokerské společnosti	14
1.2.2. Dealerské společnosti.....	14
1.3. Investiční společnosti.....	15
1.4. Investiční fondy	15
1.5. Burzy.....	18
1.6. Provozovatelé vypořádacích systémů	19
2. Investiční nástroje	21
2.1. Cenné papíry.....	23
2.1.1. Imobilizované cenné papíry	25
2.1.2. Zaknihované cenné papíry.....	26
2.1.3. Akcie	27
2.1.4. Dluhopisy	29
2.1.5. Certifikáty.....	30
2.2. Deriváty.....	31
2.2.1. Opce	33
2.2.2. Futures.....	34

2.2.3.	Warranty.....	34
2.3.	ETF.....	35
3.	Historie burzovníctví.....	36
3.1.	Vznik a vývoj burzovníctví	36
3.2.	Česko-slovenské burzovníctví	41
3.2.1.	Předválečné období.....	41
3.2.2.	Poválečné období.....	43
3.2.3.	Konec 20. století a současnost.....	46
3.3.	Vývoj českého burzovního práva.....	47
3.3.1.	Burzovní právo do roku 1918.....	47
3.3.2.	Burzovní právo v letech 1918 – 1948	49
3.3.3.	Burzovní právo koncem 20. století a v současnosti.....	51
4.	Obchodování na Burze cenných papírů Praha, a.s.....	55
4.1.	Základní údaje.....	55
4.2.	Struktura burzy a její orgány	56
4.2.1.	Valná hromada.....	57
4.2.2.	Burzovní komora	58
4.2.3.	Dozorčí rada	58
4.2.4.	Burzovní výbory	59
4.3.	Členové burzy	59
4.4.	Burzovní trhy	61
4.4.1.	Prime Market	62
4.4.2.	Standard Market.....	63
4.4.3.	START Market	64
4.5.	Obchodování.....	65
4.5.1.	Typy objednávek.....	65
4.5.2.	Samostatná aukce.....	67
4.5.3.	Kontinuální aukce	69

4.5.4. Kontinuální obchodování	71
4.6. Indexy.....	72
4.6.1. Index PX.....	73
4.6.2. Index PX-TR.....	73
4.6.3. Index PX-GLOB	74
4.7. Regulace	75
5. Vypořádání obchodů v Centrálním depozitáři cenných papírů, a.s.	76
5.1. Historie	76
5.2. Současnost	76
5.3. Vypořádání obchodů	77
6. Perspektivy trhu	79
Závěr.....	82
Resumé	84
Seznam použité literatury	85

Úvod

Diplomová práce, kterou právě držíte, má za úkol seznámit čtenáře především s problematikou obchodování investičních nástrojů na Burze cenných papírů Praha, jak je ostatně z názvu práce patrné. To ovšem nelze učinit bez patřičného uvedení do tématu burzovnictví, k čemuž slouží první tři kapitoly této práce. První dvě kapitoly jsou zaměřené čistě teoreticky, přičemž první kapitole je kladeno za cíl obecně vymezit základní pojmy, které se s tématem práce pojí. Jedná se zejména o pojem finančního trhu a jeho dělení, dále o obchodníky s cennými papíry nebo stěžejní institut v podobě burzy atp. Znalost těchto pojmů je předpokladem pro pochopení významu investičních nástrojů jako prostředků obchodování, a proto jsou logicky zařazeny do druhé kapitoly, ve které se vynasnažím přiblížit zejména ty nástroje, které lze obchodovat na pražské burze. Účelem třetí kapitoly je přiblížit důvody vzniku burz, jejich historický vývoj ve světě, a samostatně i vývoj burzovnictví na našem území, včetně vývoje zákonodárství ve vztahu k našim burzám. Pátá kapitola, zabývající se obchodováním na Burze cenných papírů, je jádrem této práce a jejím cílem je vystihnout podstatu fungování pražské burzy, jak ve vztahu k její organizaci, tak k technikám obchodování. Následující kapitola logicky navazuje, jelikož po uzavření obchodu na burze musí dojít také k jeho vypořádání, které zabezpečuje Centrální depozitář cenných papírů, a já se tento proces pokusím výstižně shrnout. Vývoji a perspektivám trhu je věnována závěrečná kapitola, kde budu cílit na moderní trendy finančního trhu a stručnou analýzu budoucího vývoje pražské burzy.

Ke zpracování práce budu průběžně využívat zejména odbornou literaturu, platnou legislativu a internetové zdroje, přičemž v kapitole věnované obchodování na Burze cenných papírů se zaměřím zejména na webové stránky samotné burzy a zde dostupné burzovní předpisy, jakožto nejoriginálnější dostupné zdroje. Během zpracovávání tématu budu využívat především deskriptivní a komparativní metodu práce.

Poměrně často jsem se během rozhovorů se svými přáteli a známými ze školy setkával s otázkou, proč jsem si vybral pro svou diplomovou práci právě toto téma, některými označované jako obtížné. Pravdou je, že porozumět obchodování na burze vyžaduje značné množství vědomostí a úsilí. Faktem však zůstává, že pokud rozumíte zákonitostem trhu, víte jak máte investovat a máte i

trochu štěstí, můžete si obchodováním na burze zajistit solidní, takřkajíc pasivní příjem. A to je vlastně důvod, proč jsem si toto téma vybral. Myšlenka zajištění na stáří by neměla být v dnešní době cizí žádné osobě starší dvaceti let. Je více než pravděpodobné, že stát v budoucnu nebude mít dostatečné prostředky k zajištění seniorů a je proto nutné hledat způsoby, jak se na stáří finančně připravit, třeba právě prostřednictvím obchodování na burze. V každém případě by měl člověk vždy riskovat jen kapitál, o který když přijde, neskončí bez střechy nad hlavou, na druhé straně se pomocí šikovných investic dá poměrně rychle zbohatnout. Tato práce ze mě ani z nikoho jiného samozřejmě nemůže udělat investičního guru, může však přispět k objasnění určitých otázek ohledně finančního trhu a možná i vzbudit určitý zájem o burzovní obchody.

1. Vymezení základních pojmů

1.1. Finanční trh

Existence finančního trhu jako takového je spojena se samotnou podstatou tržního hospodářství, tedy s výměnou peněz prostřednictvím nákupu a prodeje za dohodnuté ceny. Finanční trh samozřejmě není jediným trhem hospodářského systému. Vedle něj zde existují trhy výrobků a služeb, trh pozemků a trh práce, jejichž vzájemné ovlivňování a působení jednoho na druhý, včetně trhu finančního, zabezpečuje efektivní fungování tržního hospodářství.

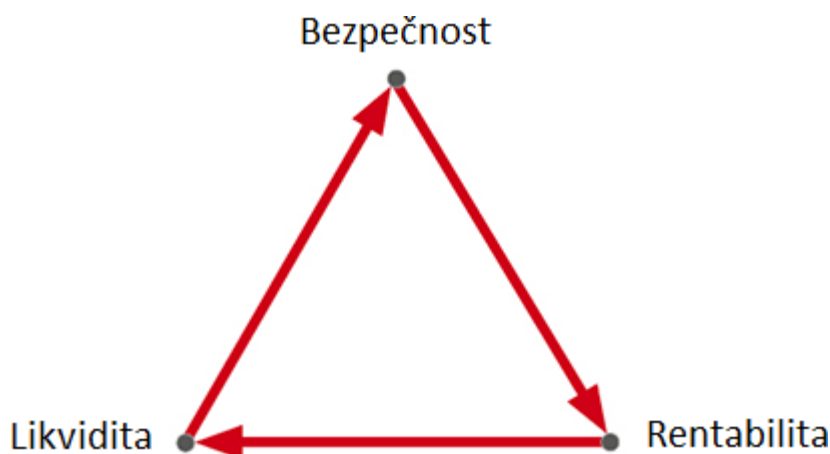
Definovat finanční trh obecně není v podstatě nijak složité. Můžeme říci, že se jedná o místo, ve kterém dochází ke střetu nabídky a poptávky po penězích. Na základě nabídky a poptávky pak dochází ke vzniku určitého systému vztahů a nástrojů, díky němuž je možné soustředit a poté rozmístit a přerozdělit dočasně volné peněžní prostředky. Finanční trh je vlastně jakýmsi uzlem, skrze který proudí peníze na místo, kde je jich nejvíce třeba a kde se lépe zhodnocují. Co se struktury finančního trhu týče, dochází zde k poměrně podrobnému členění. Finanční trh se v základu třídí podle předmětu obchodu, účastníků a nástrojů obchodování, přičemž každé zmíněné hledisko se pak dále člení; podrobnějšímu členění finančního trhu se věnuji dále v této kapitole.

Jak jsem již zmiňoval, na finančním trhu dochází v podstatě k nakupování a prodávání peněz. Vlastník peněz je v roli půjčovatele; lze použít i pojmu investor. Jako investor tedy prodává peníze vypůjčovateli, který zrovna potřebuje zdroje pro své investice, ale výše jeho vlastního kapitálu k tomu nestačuje. Vypůjčovatel by pak v případě úspěšné investice měl dosáhnout zvýšení zisků. Za poskytnutí kapitálu pak z podstaty věci náleží investorovi určitá odměna, kterou je úrok. Z druhé strany můžeme říci, že úrok je vlastně pro vypůjčovatele cenou kapitálu. Tuto cenu mimo jiné ovlivňuje právě nabídka a poptávka po penězích, na druhou stranu je ale nutné podotknout, že výše úroku spolu s dalšími faktory zpětně působí na poptávku po penězích a dlouhodobě pak i na nabídku peněz. Pokud úrok roste, domácnosti spíše inklinují k ukládání peněz do banky a mají tendenci spořit, nikoliv utrácet. Stejně je to i v případě obchodních společností, které se také kloní spíše k ukládání peněz než k investicím s nejistým výsledkem. Mezi nabídkou peněz a úrokem je nepřímá úměra; v případě zvýšení nabídky peněz jejich cena klesá, úrok je tedy nižší. To vede ke zvýšení zájmu společností a domácností o levnější úvěry.

Z výše uvedené definice finančního trhu v podstatě vyplývají i jeho funkce, které jsou v zásadě tři. První funkce spočívá v akumulaci dočasně volných zdrojů peněžních prostředků, na kterou navazuje funkce druhá, a to umístování těchto volných zdrojů tam, kde budou nejefektivněji využity. Třetí funkcí je pak přerozdělování volných zdrojů, což znamená, že se mění úspory v investice.

Přesun volných finančních prostředků na finančním trhu je založen na principu dobrovolnosti vyplývající z dohody zúčastněných stran, poněvadž investorova ochota zapůjčit své volné prostředky souvisí se splněním určitých podmínek. Cílem investora je totiž maximalizace výnosu, minimalizace rizika a udržení určité likvidity.¹ Tato kritéria vychází z tzv. magického trojúhelníku investování:

Obrázek č. 1: Magický trojúhelník investování



Zdroj: Burza cenných papírů Praha, a.s., dostupné z:
<https://www.pse.cz/pruvodce-burzou/investovani-do-cennych-papiru/magicky-trojuhelnik-investovani/>

Bezpečnost v tomto trojúhelníku vyjadřuje rizika, se kterými musí investor při půjčování svých prostředků počítat. Mezi ně patří hlavně úpadek dlužníka, který pak nebude schopen dostát svých závazků vůči investorovi, dále snížení hodnoty kapitálu, snížení příjmu ze zapůjčeného kapitálu nebo potřeba rychlé návratnosti úvěru. Pravděpodobnost výskytu konkrétního rizika pak závisí na specifických podmínkách ve spojení s určitým časovým úsekem.

Likvidita představuje v podstatě dvě vlastnosti investice. Jednak rychlost přeměny konkrétního druhu kapitálu v peníze a potom jistotu peněžní hodnoty

¹ LIŠKA, Václav a GAZDA, Jan. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. 525 s. ISBN 80-86419-63-0., s. 28-29

kapitálu po jeho přeměně, přičemž celkovou míru likvidity investice udávají obě tyto vlastnosti kumulativně. Jelikož existuje poměrně velké množství trhů pro různé druhy kapitálu, lze v podstatě jakýkoliv kapitál vcelku rychle přeměnit na peníze za předpokladu, že se prodávající a kupující dohodnou na ceně.²

Rentabilitu investice udává výnos, kterým může být vyplácení úroku nebo dividendy³ či jiné zhodnocení kapitálu. Podle druhu investice pak mohou být výnosy vypláceny v určitém časovém intervalu nebo jednorázově a s časem se jejich výše může měnit. Ve vztahu k rentabilitě je také nutno hledět na dobu splatnosti investice. Je nutno podotknout, že u žádné investice nemůžeme nikdy dosáhnout maximálního výnosu, minimálního rizika a vysoké likvidity současně. Obecně však platí, že čím menší je riziko, tím nižší bude výsledný výnos. Je však na každém investorovi jaký systém hodnot si vytvoří, a které kritérium bude při svém investování preferovat.⁴

1.1.1. Trh s cizími měnami

Trh cizích měn se v zásadě dělí na dvě části. Jsou to trhy devizové a trhy valutové. V obou případech se na těchto trzích obchodují cizí měny, leč s jistými odlišnostmi.

V případě trhů devizových se obchoduje s cizími měnami v jejich bezhotovostních formách, jako například se směnkami, šeky nebo penězi na účtech. Směňují se zde vzájemně převoditelné měny, čímž se zároveň tvoří jejich kurz. Subjekty, které se těchto transakcí účastní jsou zejména dealeři obchodních bank, jež nakupují a prodávají devizy na svůj účet, potom i dealeři centrálních bank, dealeři určitých investičních fondů a ještě brokeři (zprostředkovatelé devizových operací). Spotový (okamžité vypořádání transakce) devizový trh není organizovaný a funguje po celém světě v podstatě 24 hodin denně, kromě víkendů. Existují však i devizové burzy, na kterých se obchoduje hlavně s termínovými devizovými kontrakty, jako jsou opce či futures.

Trhy valutové slouží k obchodu s cizími měnami v jejich hotovostní formě, tedy s klasickými papírovými penězi a mincemi. Obchodují se za valutové

² LIŠKA, Václav a GAZDA, Jan. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. 525 s. ISBN 80-86419-63-0., s. 30

³ Jedná se o podíl na zisku společnosti, plynoucí z vlastnictví cenných papírů této společnosti (nejčastěji akcií), vyplácený podle rozhodnutí valné hromady.

⁴ Magický trojúhelník investování : Prague Stock Exchange. *BCPP : Prague Stock Exchange* [online]. Copyright © 2019 Burza cenných papírů Praha, a.s. [cit. 18.03.2019]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/pruvodce-burzou/investovani-do-cennych-papiru/magicky-trojuhelnik-investovani/>

kurzy, které se sice od devizových kurzů liší, nicméně i tak jsou od nich odvozovány. Valutové trhy tím pádem nemají vliv na tvorbu kurzů a obchod na nich probíhá zpravidla maloobchodně.⁵

1.1.2. Peněžní trh

Peněžní trh je charakteristický zejména krátkodobostí uzavíraných obchodů. Jako součást finančního trhu plní funkci prostředníka pro výměnu krátkodobých finančních přebytků mezi účastníky trhu. Těchto obchodů na peněžním trhu se účastní zejména velcí investoři, a to stát, centrální banka, obchodní banky, pojišťovny atp. Jak jsem zmiňoval, transakce na peněžním trhu mají krátkou dobu splatnosti, zpravidla do jednoho roku a maximálně do dvou let, nicméně těchto transakcí probíhá velké množství a je pro ně typické nízké riziko, nízký výnos a vysoká likvidita.⁶ Celkem výstižně vymezuje peněžní trh tato definice:

„Na peněžním trhu se subjekty s přechodným přebytkem peněžních prostředků setkávají se subjekty, které je vzhledem k jejich přechodnému nedostatku potávají. Pokud se jedná o základní vlastnosti finančních nástrojů, které se namto trhu obchodují, jejich typickou společnou vlastností je krátká doba jejich splatnosti, a to zpravidla pouze do jednoho roku.“⁷

Největší význam peněžního trhu spočívá ve financování kapitálu určeného k provozu podniků a zajišťování půjček společnostem, vládám konkrétních států, ale i domácnostem. Na peněžním trhu lze také získat finanční prostředky na spekulativní nákupy cenných papírů nebo komodit.⁸

1.1.2.1. Trh krátkodobých úvěrů

Tento trh je dílčím segmentem peněžního trhu, jehož podstatou je zprostředkovávat rozličné druhy krátkodobých úvěrů (vkladů) u obchodních bank a dalších finančních institucí s patřičnou licencí. Dále sem spadají obchodní úvěry mezi jednotlivými podnikatelskými subjekty navzájem; nejčastěji se poji

⁵ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 64

⁶ LIŠKA, Václav a GAZDA, Jan. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. 525 s. ISBN 80-86419-63-0., s. 32

⁷ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 61

⁸ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 62

s dodávkami zboží či služeb. Zastoupeny jsou zde i jiné krátkodobé úvěry z bankovního sektoru, a to buď mezi jednotlivými obchodními bankami, a nebo úvěry poskytované centrální bankou bankám obchodním. Jistých úvěrových operací se na tomto trhu účastní i stát. Řadíme sem i krátkodobé vklady u obchodních bank a dalších finančních institucí, konkrétně vklady fyzických osob, podniků, obcí a některých státních agentur, a ještě vklady obchodních bank či státu na účty u centrální banky.⁹

1.1.2.2. Trh krátkodobých cenných papírů

Trhy s krátkodobými cennými papíry jsou určeny pro subjekty, které poptávají peníze, za které nabízejí cílovým investorům krátkodobé dluhové cenné papíry. Obchod zde může probíhat buď přímo, anebo prostřednictvím finančních institucí, jež se na tyto obchody zaměřují. Investiční instrumenty, které se v těchto obchodech používají, jsou především směnky, depozitní certifikáty, pokladniční poukázky a další podobné nástroje.¹⁰

1.1.3. Kapitálový trh

Na kapitálovém trhu se obchodují střednědobé a dlouhodobé finanční investiční nástroje, přičemž účastníky těchto obchodních operací mohou být jednotlivci, obchodní společnosti, banky, ale i vlády jednotlivých zemí či nadnárodní instituce apod. Na základě subjektů účastnících se obchodování lze kapitálový trh dělit na národní (regulován orgány daného státu) a mezinárodní (kontrolován mezinárodním orgánem).¹¹

Jelikož se na kapitálovém trhu obchodují hlavně dlouhodobé investiční nástroje, lze říci, že investování na tomto trhu je oproti trhu peněžnímu více rizikové. Výhodou však jsou zpravidla vyšší výnosy. Vyšší rizikovost jednak souvisí právě s delší dobou životnosti investice, ale i s vyšší zainvestované peněžní částky. Rozdíl mezi kapitálovým a peněžním trhem spočívá ještě v objemu investic, a to ve prospěch kapitálového trhu, kde zpravidla objemy investovaných

⁹ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 stran. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 62

¹⁰ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 stran. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 62

¹¹ LIŠKA, Václav a GAZDA, Jan. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. 525 s. ISBN 80-86419-63-0., s. 33

prostředků bývají rozsáhlejší. Kapitálový trh se stejně jako trh peněžní dělí na relativně samostatné segmenty.¹²

1.1.3.1. Trh dlouhodobých úvěrů

Na tomto trhu působí zejména obchodní banky a podobné finanční instituce, které poskytují úvěry dlouhodobého charakteru. Na druhou stranu sem řadíme i dlouhodobé vklady, jejichž doba splatnosti zpravidla přesahuje jeden rok, stejně jako je tomu u úvěrů. Úvěry poskytované na tomto trhu se kromě své dlouhodobosti vyznačují také větším objemem zapůjčených peněz, což v kombinaci se zmíněnou dlouhou dobou splatnosti znamená, že jsou více rizikové. To je také důvod, proč jsou tyto úvěry většinou ručeny hmotným majetkem, nejčastěji nemovitostmi.¹³

1.1.3.2. Trh dlouhodobých cenných papírů

Tento segment kapitálového trhu bývá považován za ten nejdůležitější, jelikož se zde obchodují významné investiční nástroje, především akcie a dlouhodobé dluhopisy (obligace). Výhoda a velký význam těchto instrumentů (oproti dlouhodobým úvěrům) spočívá konkrétně v jejich převoditelnosti a tedy relativně snadné obchodovatelnosti. Investoři tedy mohou vlastněné instrumenty kdykoliv prodat a získat tak zpět investované prostředky a emitenti si vydáváním takových nástrojů zajišťují dlouhodobé zdroje financí. Princip fungování obchodů na tomto trhu vlastně umožňuje krátkodobé peněžní zdroje investorů převádět na dlouhodobé zdroje, díky kterým je možné provádět reálné investice ve značném rozsahu. Obchody s dlouhodobými investičními nástroji jsou ve svém objemu několikanásobně vyšší než obchody s dlouhodobými úvěry, hlavně díky tomu, že množství investic obecně nepřetržitě roste, a v případě, že by je měl zabezpečovat jen jeden subjekt, většinou tedy banka, bylo by riziko spojené s takovými investicemi příliš vysoké. Výhoda cenných papírů vůči dlouhodobým úvěrům spočívá v rozkládání zmíněného rizika, jelikož je nakupuje velký počet rozličných investorů. Investoři navíc mohou nakupováním různých druhů cenných papírů

¹² REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 stran. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 63

¹³ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 stran. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 63

diverzifikovat své riziko a zajistit vyšší likviditu jak svého portfolia tak i samotných cenných papírů jejich obchodováním.¹⁴

1.1.4. Trhy drahých kovů

Trhů s drahými kovy existuje několik, přičemž ty nejznámější a nejdůležitější jsou samosebou trhy zlata a stříbra, ke kterým můžeme ještě přiřadit trhy platiny a palladia. Drahé kovy jsou z hlediska investování zvláštní tím, že i když mají hmotnou povahu a můžeme o nich hovořit jako o zvláštních druzích komodit, stále se řadí mezi finanční investiční nástroje. Je tomu tak zejména díky jejich výjimečným vlastnostem. Tato výjimečnost tkví v tom, že v relativně malé množství kovu může být nositelem velké hodnoty a lze je standardizovat jak podle množství, tak podle kvality, a jelikož je tak možné tyto kovy dobře skladovat a obchodovat, naplňují v podstatě vlastnosti papírových finančních nástrojů. Jelikož objem drahých kovů na planetě je omezen a nelze je nijak syntetizovat, jsou vysoce odolné vůči inflaci. Jejich vlastnictví však majitelům nepřináší výnos jako jiné investiční nástroje. Drahé kovy ve fyzické formě tedy spíše plní roli uchovatele reálné hodnoty díky jejich dlouhodobě rostoucí ceně. Je nutné poznamenat, že v dnešní době komputelizace se dosti obchoduje i s nealokovanými (papírovými) drahými kovy, kdy investor drahý kov fyzicky nevlastní a drahý kov slouží pouze jako podkladové aktivum vybraného investičního nástroje.¹⁵

1.1.5. Trh cenných papírů

Trh cenných papírů je ve své podstatě tvořen z části trhem peněžním a z části trhem kapitálovým, jelikož se zde obchodují krátkodobé cenné papíry peněžního trhu, ale hlavně dlouhodobé cenné papíry kapitálového trhu. Jako ostatní trhy se i trh cenných papírů člení do určitých segmentů. V první řadě jsou to trhy primární a trhy sekundární, přičemž jak trhy primární, tak i trhy sekundární se dále člení na trhy veřejné a neveřejné. Veřejné sekundární trhy se pak ještě dále člení na trhy organizované a neorganizované. Základní členění na trhy primární a sekundární spočívá v tom, zda nové emise poprvé přicházejí na trh (primární)

¹⁴ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 stran. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 63

¹⁵ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 64, 472

nebo se obchodují dříve emitované cenné papíry (sekundární). Nehraje přitom roli, jestli se jedná o krátkodobé cenné papíry peněžního trhu nebo o dlouhodobé cenné papíry trhu kapitálového.¹⁶

1.1.5.1. Trhy primární

Na primárním trhu se subjekty bez dostatečného kapitálu pro své investice snaží získat nové peněžní zdroje, které se následně přeměňují ve zdroje dlouhodobé. Jedná se především o velké korporace, obce nebo stát, jež na těchto trzích investorům prodávají nové emise cenných papírů. To znamená, že na primárních trzích získávají peníze přímo emitenti cenných papírů a jde o prodej úplně prvním nabyvatelům.

Primární trhy jsou poměrně úzce spojeny s trhy sekundárními. Je tomu tak proto, že případné investory pochopitelně zajímá, jak dobře se obchodují na sekundárním trhu cenné papíry stejné nebo podobné těm, které by oni nabyli na primárním trhu jako první. Zájem o podobné cenné papíry na sekundárním trhu, vývoj jejich tržní ceny i likvidita totiž mohou napovědět, zda je rozumné konkrétní cenné papíry na primárním trhu nakoupit.¹⁷

1.1.5.2. Trhy sekundární

Sekundární trhy jsou v podstatě odvozené od trhů primárních, neboť se zde obchodují cenné papíry, které již dříve byly uvedeny do oběhu na primárních trzích. Funkce těchto trhů jsou v podstatě dvě - určování tržních cen obchodovaných cenných papírů a udržování jejich likvidity. Investoři tak celkem jednoduše mohou cenné papíry přeměnit zpět na peníze a mají větší zájem dále investovat. Z logiky věci vyplývá, že cenné papíry na primárním trhu mohou být prodány pouze jednou, kdežto na sekundárním trhu se obchodují opakovaně. U dlouhodobých cenných papírů to znamená, že obchodování s nimi na sekundárním trhu je objemově mnohem rozsáhlejší, než na primárním trhu. Naopak je tomu u krátkodobých cenných papírů peněžního trhu, které se musí často obnovovat, a tak se s nimi obchoduje výrazně více na primárních trzích.¹⁸

¹⁶ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 65

¹⁷ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 66

¹⁸ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 66

1.1.5.3. Trhy veřejné a neveřejné

Rozdíl mezi veřejnými a neveřejnými trhy spočívá v počtu účastníků. Obchodování na veřejných trzích se mohou účastnit veskrze všichni investoři, kteří mají zájem o investiční nástroje, které se zde obchodují a to znamená, že cenné papíry se zde většinou prodávají za nejvyšší nabídnutou cenu. Neveřejné trhy slouží pouze k uzavírání smluvních obchodů, kdy jsou cenné papíry prodávány jen jednomu zájemci či omezenému okruhu zájemců naráz, s tím, že podmínky těchto obchodů jsou dohodnuty vždy pro každý obchod zvlášť.

Jak jsem již zmínil, veřejné i neveřejné trhy se dělí na primární a sekundární. Veřejné primární trhy slouží emitentům cenných papírů, jež na těchto trzích své cenné papíry různě nabízejí. Ještě předtím je inzerují a pomocí reklamních kampaní cílí na investory s očekáváním, že se investoři rozhodnou pro nákup a sami se přihlásí. Veřejné sekundární trhy pak slouží k obchodování cenných papírů, které jsou již v oběhu.

Veřejné trhy sekundární se pak dále dělí na organizované a neorganizované. V případě trhů organizovaných se jedná o burzy a jiné mimoburzovní organizátory veřejného trhu. Úkolem těchto organizátorů je spojovat neomezenou veřejnou nabídku a poptávku pomocí párování odpovídajících obchodních příkazů. Tím se tvoří spravedlivé tržní ceny (kurzy) a zvyšuje se likvidita trhu.

Existence burz je ve vyspělých zemích pro tržní hospodářství dost důležitá, jelikož burzy pomáhají vytvářet kurzy a podílejí se i na tvorbě celkového cenového systému finančních i reálných investičních nástrojů, které se na těchto burzách obchodují. Burzy jsou z hlediska významu pro trh většinou na špičce pyramidy. Je tomu tak proto, že kurzy, které se na burzách tvoří, jsou směrodatné nejen pro všechny ostatní sekundární trhy se stejným zaměřením, ale i pro trhy primární. Prestiž jednotlivých burz má vliv na cenné papíry, které se na nich obchodují. Na významných burzách se tedy obchodují kvalitnější a světově známé cenné papíry a tím pádem zde dochází i k obchodování ve větších objemech. V současné době jsou nejdůležitější burzy cenných papírů (hlavně akciové) a burzy komoditní.

Organizované mimoburzovní trhy existují nezávisle vedle trhů burzovních a jejich činnost je dost podobná činnosti burz, i když nemají statut burzy. Jejich činnost spočívá v organizování mimoburzovních trhů na základě licence udělené příslušným regulátorem trhu, jež na trh zároveň dohlíží. Můžeme také hovořit

o obchodování skrze soukromé obchodní systémy určitých finančních institucí, kterým to umožňuje jejich povolení pro podnikání.

Co se týče veřejných sekundárních neorganizovaných trhů, hovoříme o tzv. OTC-trzích (over the counter markets), což lze vyjádřit jako prodej přes přepážku. Jsou to trhy, které nejsou tak silně regulované a obchoduje se na nich část cenných papírů v oběhu, která se neobchoduje na trzích organizovaných. Obchodování probíhá v režii bank a podobných institucí, anebo prostřednictvím soukromých obchodníků s cennými papíry. Banka nebo obchodník s cennými papíry pro klienta zprostředkuje obchod s nějakým ze svých obchodních partnerů, kteří poptávané cenné papíry nabízejí. Samotný obchod probíhá zpravidla pomocí informačních systémů, které většinou propojují významné finanční instituce. Možností je i odkoupení cenných papírů přímo obchodníkem s cennými papíry nebo jejich prodej z jeho portfolia.

Jak jsem již naznačil výše, u neveřejných trhů obchodování probíhá pouze smluvně, v rámci dohody prodávajícího a kupujícího, kdy prodávající strana uzavírá obchod s jednou osobou nebo malou skupinou osob. Primární neveřejné trhy slouží pro obchod s tzv. uzavřenými emisemi. Jedná se o předem dohodnutý obchod emitenta a investora, přičemž skutečnost, že cenné papíry z tohoto obchodu byly uvedeny do oběhu se jen konstatuje formou oznámení. Setkáváme se zde i s pojmem emisní tvůrce, což je jedna jediná osoba, které byly emitentem nabídnuty veškeré cenné papíry nové emise a tato osoba je v podstatě pouze přebírá do svého portfolia. Neveřejné trhy sekundární pak umožňují obchodování cenných papírů v oběhu přímo mezi potenciálními zájemci a konkrétními majiteli. Kromě přímých obchodů lze však nakupovat a prodávat prostřednictvím specializovaných finančních zprostředkovatelů. Pro veškeré obchody zde vždy platí, že jsou uzavírány za pomoci smluvní dohody stran s individuálně určenými podmínkami.¹⁹

1.2. Obchodníci s cennými papíry

Jako obchodníky s cennými papíry lze označit společnosti, které mají svou podnikatelskou činnost založenou čistě na obchodu s cennými papíry. Takové společnosti vždy vykonávají různorodé služby a činnosti spojené s investováním.

¹⁹ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 66-69

U nás tyto služby Zákon o podnikání na kapitálovém trhu dělí na hlavní a doplňkové:

„Hlavními investičními službami jsou

- a) přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů,*
- b) provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka,*
- c) obchodování s investičními nástroji na vlastní účet,*
- d) obhospodařování majetku zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání,*
- e) investiční poradenství týkající se investičních nástrojů,*
- f) provozování mnohostranného obchodního systému,*
- g) provozování organizovaného obchodního systému,*
- h) upisování nebo umisťování investičních nástrojů se závazkem jejich upsání,*
- i) umisťování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání.²⁰*

Doplňkovými investičními službami jsou

- a) úschova a správa investičních nástrojů pro zákazníka, včetně opatrování a souvisejících služeb, s výjimkou vedení účtů centrálním depozitářem nebo zahraničním centrálním depozitářem,*
- b) poskytování úvěru nebo zápůjčky zákazníkovi za účelem umožnění obchodu s investičním nástrojem, na němž se poskytovatel úvěru nebo zápůjčky podílí,*
- c) poradenská činnost týkající se struktury kapitálu, průmyslové strategie a s tím souvisejících otázek, jakož i poskytování porad a služeb týkajících se přeměn společností, převodů obchodních závodů nebo nabytí účasti v obchodní korporaci,*
- d) investiční výzkum a finanční analýza nebo jiné formy obecných doporučení týkajících se obchodování s investičními nástroji,*
- e) devizové služby související s poskytováním investičních služeb,*
- f) služby související s upisováním investičních nástrojů,*
- g) služba obdobná investiční službě, která se týká věci, k níž je vztažena hodnota investičního nástroje uvedeného v § 3 odst. 1 písm. g) až k) a která souvisí s poskytováním investičních služeb.²¹*

²⁰ § 4 odst. 2 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

²¹ § 4 odst. 3 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

Je nutno poznamenat, že zmíněné činnosti a služby smí obchodníci s cennými papíry vykonávat pouze na základě a v rozsahu udělené licence, a že právě rozsah licence je kritérium k dělení obchodníků s cennými papíry.²²

1.2.1. Brokerské společnosti

Brokerské společnosti můžeme také nazývat jako zprostředkovatelské, jelikož jejich činností je pouze zprostředkovávání obchodů s investičními nástroji na základě příkazů od svých klientů a na jejich účet. Tyto společnosti na svůj vlastní účet neobchodují a pouze vstupují mezi účastníky obchodů jako jejich prostředníci. Za poskytované služby těmto společnostem náleží brokerská provize (dohodné – brokerage).²³

1.2.2. Dealerské společnosti

Služby poskytované dealerskými společnostmi bývají značně rozsáhlejší než služby brokerských společností. Mohou obchodovat investiční nástroje vlastním jménem jak na cizí účet, tak na svůj vlastní účet. Umožňuje jim to širší licence, kterou jsou (mimojiné) schopny získat tím, že disponují vyšším kapitálem. Mají vlastní portfolio se zásobou rozličných produktů, z něhož buď prodávají zájemcům vlastněné investiční nástroje, a nebo je naopak nakupují. Zisku dosahují jednak poskytováním služeb jako brokerské společnosti, ale pochopitelně i prodejem cenných papírů, kde výnos tvoří rozdíl mezi nákupní a prodejní cenou. Jako další služby kromě obchodování s investičními instrumenty, jež tyto společnosti poskytují oproti společnostem brokerským, mohu jmenovat například uvádění nových emisí cenných papírů na primární trhy, úschovu cenných papírů a jejich další správu a obhospodařování, provádění veřejných dražeb cenných papírů, poradenskou činnost atd. V podstatě nejznámější a nejvýznamnější společnosti, které vykonávají činnost obchodníků s cennými papíry jsou jak u nás, tak ve světě, obchodní banky, poněvadž mají nejširší licence k tomuto druhu podnikání.²⁴

²² REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 117

²³ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 117

²⁴ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 117-118

1.3. Investiční společnosti

Tyto právnické osoby jsou oprávněny vykonávat určité činnosti spojené s investováním na základě licence udělené příslušným regulátorem, kterým je v České republice Česká národní banka, a z těchto činností plynou i jejich funkce. Je to zejména funkce obhospodařovatele a funkce administrátora, přičemž se k těmto stěžejním funkcím pojí ještě některé další činnosti.

Funkce obhospodařovatele spočívá v obhospodařování majetku investičních nebo podílových fondů, a pak také v investování na účet těchto fondů a řízení rizik spojených s investováním. Funkce administrátora se pojí se spravováním investičních a podílových fondů, v čemž je obsaženo značné množství činností. Jedná se například o vedení účetnictví, oceňování majetku, vyřizování reklamací, výpočty hodnot cenných papírů atd. Co se týče dalších činností výše zmiňovaných, můžeme hovořit o úschově a správě investičních nástrojů daných fondů, přijímání a vydávání pokynů ohledně těchto nástrojů, nebo o tzv. portfolio managementu, kdy investiční společnosti uzavírají individuální smlouvy s dalšími zákazníky, na jejichž základě pak obhospodařují majetek těchto zákazníků a poskytují jim finanční poradenství.²⁵

V České republice jsou investiční společnosti zákonem vymezeny takto: *„Investiční společnost je právnická osoba se sídlem v České republice, která je na základě povolení uděleného Českou národní bankou oprávněna obhospodařovat investiční fond nebo zahraniční investiční fond, popřípadě provádět administraci investičního fondu nebo zahraničního investičního fondu nebo vykonávat činnosti uvedené v § 11 odst. 1 písm. c) až f).“²⁶*

1.4. Investiční fondy

Investiční fondy můžeme popsat jako finanční instituce nadané právní subjektivitou, mající licenci k určitým činnostem souvisejícím s investováním. V základu je lze rozlišit na samosprávné a nesamosprávné. Jak z názvu vyplývá, samosprávné fondy mají vlastní management a spravují se samy, kdežto nesamosprávné fondy jsou spravovány na základě smlouvy uzavřené typicky

²⁵ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 118

²⁶ § 7 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech

s nějakou investiční společností.²⁷ U nás je samosprávný investiční fond zákonem vymezen takto: „*Samosprávným investičním fondem je investiční fond s právní osobností, který je na základě povolení k činnosti samosprávného investičního fondu uděleného Českou národní bankou oprávněn se obhospodařovat, popřípadě provádět svou administraci.*“²⁸ Nesamosprávný investiční fond je zákonem vymezen pouze negativně: „*Samosprávným investičním fondem není investiční fond s právní osobností, který má individuální statutární orgán, jímž je právnická osoba oprávněná obhospodařovat tento investiční fond.*“²⁹

Důležitější členění investičních fondů je však na fondy kolektivního investování a fondy kvalifikovaných investorů³⁰. Podstata podnikání fondů kolektivního investování tkví v akumulování peněžních prostředků veřejnosti, kdy investoři do fondů vkládají své peníze a investiční fond je dále investuje podle pravidel jeho statutu a v souladu se stanovami, s použitím předem určené strategie do různých typů investičních nástrojů a diverzifikují tak riziko. Investoři v podstatě nakupují akcie fondů, jelikož tyto fondy jsou zpravidla akciovými společnostmi a tuto formu mají stanovenou zákonem; je tomu tak ve světě i u nás. Fondy kolektivního investování podléhají přísným regulím a konkrétně v České republice nad nimi vykonává dohled Česká národní banka.³¹ Podle českého práva může být fondem kolektivního investování:

„a) *právnická osoba se sídlem v České republice, která je oprávněna shromažďovat peněžní prostředky od veřejnosti vydáváním akcií a provádět společné investování shromážděných peněžních prostředků na základě určené investiční strategie na principu rozložení rizika ve prospěch vlastníků těchto akcií, a dále spravovat tento majetek, a*

b) *podílový fond, jehož účelem je shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti vydáváním podílových listů a společné investování shromážděných peněžních prostředků na základě určené investiční strategie na principu rozložení*

²⁷ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 119

²⁸ § 8 odst. 1, věta první zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech

²⁹ § 8 odst. 1, věta druhá zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech

³⁰ ve světě známé jako „hedgeové fondy – hedge funds“ (Rejnuš, 2014)

³¹ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 119-120

*rizika ve prospěch vlastníků těchto podílových listů a další správa tohoto majetku.*³²

Za fond kolektivního investování pak zákon ještě považuje podílový fond nebo akciovou společnost s proměnným základním kapitálem za určitých podmínek.³³

Investiční fondy kvalifikovaných investorů se od fondů kolektivního investování liší několika znaky, s nichž tím hlavním je omezený okruh investorů. Investují v nich zejména velké subjekty finančního trhu, jako jsou banky, pojišťovny, penzijní fondy, obchodníci s cennými papíry, ale i jiné velké korporace a někdy také jednotlivci, kteří jsou ale nadáni vysokým kapitálem a odborným vzděláním. Někdy tyto fondy účelově zřizuje stát. Další rozdíly oproti fondům kolektivního investování spočívají v často rizikovější investiční strategii za účelem vyššího zisku a pak v nižší míře regulace, což vede k existenci fondů různých právních forem.³⁴ Slovy zákona u nás může být fondem kvalifikovaných investorů:

„a) právnická osoba se sídlem v České republice, která je oprávněna shromažďovat peněžní prostředky nebo penězi ocenitelné věci od více kvalifikovaných investorů vydáváním účastnických cenných papírů nebo tak, že se kvalifikovaní investoři stávají jejími společníky, a provádět společné investování shromážděných peněžních prostředků nebo penězi ocenitelných věcí na základě určené investiční strategie, založené zpravidla na principu rozložení rizika, ve prospěch těchto kvalifikovaných investorů a dále spravovat tento majetek,

b) podílový fond, jehož účelem je shromažďování peněžních prostředků nebo penězi ocenitelných věcí od více kvalifikovaných investorů vydáváním podílových listů a společné investování shromážděných peněžních prostředků na základě určené investiční strategie, založené zpravidla na principu rozložení rizika, ve prospěch vlastníků těchto podílových listů a další správa tohoto majetku, a

c) svěřenský fond,

1. jehož statut určuje více kvalifikovaných investorů jako obmyšlených, kterými jsou zakladatel tohoto svěřenského fondu nebo ten, kdo zvýšil majetek tohoto svěřenského fondu smlouvou, a

³² § 93 odst. 1 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech

³³ § 93 odst. 2 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech

³⁴ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 120

2. který je zřízený za účelem investování na základě určené investiční strategie, založené zpravidla na principu rozložení rizika, ve prospěch jeho obmyšlených.“³⁵

1.5. Burzy

Nejjednodušeji lze burzu popsat jako právnickou osobu, která kvalifikovaně organizuje trh investičních nástrojů na základě udělené licence příslušným regulátorem; v České republice udělování licencí burzám patří do kompetencí České národní banky. Samotná organizace trhu pak znamená, že burza páruje nabídku a poptávku po investičních nástrojích, zboží apod., a to v určitém místě a čase, kde dochází k uzavření kupní smlouvy.³⁶ Párování nabídky a poptávky probíhá formou obchodních příkazů, které burza vyhodnocuje a zabezpečuje jejich vypořádání. Tento systém obchodování pomáhá utvářet kurzy investičních instrumentů a má pozitivní vliv na likviditu trhu.³⁷ Zákon u nás burzu označuje jako organizátora regulovaného trhu a podává její definici takto: „Organizátor regulovaného trhu je právnická osoba, která je na základě povolení uděleného Českou národní bankou oprávněna organizovat regulovaný trh.“³⁸

Pro burzy je typická vysoce organizovaná forma a některé společné znaky, kterých je v zásadě sedm. Prvním znakem je oboustranná aukce, což je systém obchodování, při kterém účastník obchodu může v průběhu času upravovat nákupní i prodejní příkazy (zejména jejich množství). Druhý znak je naznačen v samotné definici; burza musí ke své činnosti dostat zvláštní povolení od regulátora trhu nebo státního orgánu. Třetí znak vyjadřuje konkrétní druhy prováděných obchodů – v burzovní licenci musí být přesně stanoveno, k jakým obchodům je burza v rámci své činnosti oprávněna a jaké nástroje smí obchodovat. Čtvrtým znakem je virtuální forma obchodování. Na burze obchodované statky totiž nejsou nijak hmotně uloženy a musejí mít zastupitelnou podobu, totiž být standardizované a vzájemně zaměnitelné (například zastupitelné cenné papíry, z nichž plynou stejná práva). Pátý znak lze vymezit pomocí nejnižších obchodovatelných množství. Na burze se vždy obchoduje s určitým množstvím nástrojů, přičemž u každého nástroje je předem dán minimální objem

³⁵ § 95 odst. 1 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech

³⁶ DĚDIČ, Jan. *Burza cenných papírů a komoditní burza*. 1. vydání. Praha: Prospektrum, 1992. 295 s. ISBN 80-85431-62-9., s. 47

³⁷ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 123

³⁸ § 37 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

obchodu. Standardizované jednotky množství se označují jako „loty“ a ty jsou určeny u každého jednoho instrumentu zvlášť. Je tedy dáno jaké množství investičního nástroje lze minimálně obchodovat a v jakých násobcích. Dejme tomu, že určité společnosti na burze bude stanoven lot akcií na 1000 kusů; to znamená, že lze obchodovat minimálně s 1000 kusy akcií a nebo celými násobky lotů, tedy 2000, 3000, 4000 kusy atd. Šestáým znakem je čas a místo obchodování. Obchoduje se vždy pravidelně v určeném časovém horizontu a na určeném místě. Za tímto účelem je vydáván burzovní kalendář, který stanoví burzovní hodiny, mimo které na burze není možné obchodovat. Sedmý a poslední znak je konkrétně vymezený okruh účastníků. Burzy totiž nejsou volně přístupné a jejich pravidla určují podmínky, které je třeba splnit, aby se určité subjekty mohly stát členy burzy a přímo se účastnit obchodování.

Burzy se dělí podle různých hledisek, ze kterých uvedu to nejdůležitější, a tím je členění podle předmětu obchodování – jsou to burzy cenných papírů, burzy devizové a burzy komoditní. Jak již bylo naznačeno výše, burzy cenných papírů jsou veřejné sekundární trhy dlouhodobých cenných papírů, sloužící k dalšímu obchodování již jednou emitovaných cenných papírů, čímž v podstatě dochází k tvorbě kurzů s dopadem na podobné sekundární trhy i trhy primární. Devizové burzy slouží k obchodování všech možných světových měn, přičemž na nich obchodují především velké obchodní banky, ale i banky centrální. Na těchto burzách se nejčastěji obchoduje s termínovými devizovými kontrakty, jako jsou futures či měnové opce. Burzy komoditní lze také nazývat burzy zbožové, jelikož se na nich obchoduje se zaměnitelným zbožím, hlavně se surovinami, které jsou standardizované a tudíž není třeba se obchodování fyzicky účastnit. Je nutné upozornit na to, že v drtivé většině případů nelze komoditní burzy řadit k finančním trhům, jelikož tomu logicky odporuje povaha obchodovaného zboží. Výjimku tvoří komoditní burzy s drahými kovy, poněvadž drahé kovy jsou jakýmsi hybridem mezi zbožím a investičním nástrojem – mají zároveň hmotnou podobu zboží a některé vlastnosti finančních nástrojů.³⁹

1.6. Provozovatelé vypořádacích systémů

Tento termín označuje společnosti s licenci potřebnou k vypořádávání burzovních obchodů, jinými slovy, k výměně peněz za cenné papíry a obráceně.

³⁹ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 123-125

Tyto společnosti svou činnost vykonávají na základě kontraktu pro konkrétní burzu a nebo pro určitého organizátora mimoburzovního trhu. Zákon u nás užívá pojmu provozovatel vypořádacího systému s neodvolatelností vypořádání: *„Provozovatel vypořádacího systému s neodvolatelností vypořádání je právnická osoba, která je oprávněna provozovat vypořádací systém s neodvolatelností vypořádání na základě povolení k provozování vypořádacího systému s neodvolatelností vypořádání, které jí udělila Česká národní banka.“*⁴⁰

⁴⁰ § 90 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

2. Investiční nástroje

O investičních nástrojích můžeme říci, že se jedná o aktiva, jejichž vlastnictví zakládá svému držiteli (investorovi) nárok na budoucí příjem ve formě dividend, úroků, kurzových zisků atp.⁴¹ Investiční nástroje lze označit i jako právní doklady o určitých peněžních investicích, které byly na finančním trhu přeměněny v kapitál a důkaz o tom, že trvají právní následky uzavřeného obchodu.⁴²

Co se týče dělení investičních nástrojů, jedná se v první řadě o finanční nástroje, jež v zásadě nemívají hmotnou podobu a reálné nástroje, které se naopak mohou obchodovat fyzicky. Nejznámější finanční nástroje jsou zejména cenné papíry a finanční deriváty, dalšími finančními nástroji pak budou pojišťovací kontrakty, termínové nebo spořicí účty, strukturované produkty atd. K reálným instrumentům pak budeme řadit veškeré druhy investic vztahujících se k drahým kovům, drahokamům, uměleckým dílům, nemovitostem či nerostným surovinám apod.⁴³

Pro úplnost ještě zmíním finanční nástroje neinvestiční povahy, jelikož stejně jako investiční nástroje, mají vliv na fungování finančního trhu. Tyto nástroje sice nezabezpečují hlavní funkce finančního trhu související s přeměnou peněžních prostředků v kapitál, nicméně plní jiné podružné funkce, jako platební funkci, ochrannou funkci či funkci regulace finančního systému státem atd. Neinvestičními instrumenty jsou například instrumenty platební (šeky, směnky), nástroje pro vyplácení kuponových plateb (kupony), různé smluvní dokumenty ve vztahu k poskytování finančních služeb (smlouvy o úschově, uložení, správy cenných papírů, pojišťovací smlouvy...) aj.

Finančních investičních nástrojů existuje značné množství druhů, které se pak ještě dále dělí na různé podtypy a je poměrně náročné je všechny nějakým způsobem obsáhnout. Podle jejich typických vlastností se finanční instrumenty dělí do čtyř základních kategorií. Jsou to klasické investiční nástroje, termínové

⁴¹ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9., s. 227

⁴² REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 218

⁴³ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9., 227-228

derivátové instrumenty (deriváty), cenné papíry majetkových investičních a podílových fondů a strukturované produkty.⁴⁴

V českém právu jsou investiční nástroje upraveny v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu, který hovoří takto: „*Investičními nástroji jsou*

a) investiční cenné papíry,

b) cenné papíry kolektivního investování,

c) nástroje peněžního trhu,

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, povolenkám na emise skleníkových plynů, jakož i jiným derivátům, finančním indexům či finančním kvantitativně vyjádřeným ukazatelům, a ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích nebo právo na dodání věci, 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, nejde-li o vypořádání v penězích z důvodu selhání jedné ze stran derivátu nebo z jiného důvodu předčasného ukončení derivátu,

h) opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke komoditám a z nichž vyplývá právo na dodání této komodity, a se kterými se obchoduje na evropském regulovaném trhu nebo v mnohostranném obchodním systému popřípadě v organizovaném obchodním systému, s výjimkou velkoobchodních energetických produktů podle čl. 2 bodu 4 nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1227/2011 o integritě a transparentnosti velkoobchodního trhu s energií obchodovaných v organizovaném obchodním systému, z nichž vyplývá povinnost dodání této komodity,

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

⁴⁴ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 218-219

j) opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke klimatickým ukazatelům, přepravním tarifům 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, nejde-li o vypořádání v penězích z důvodu selhání jedné ze stran derivátu nebo z jiného důvodu předčasného ukončení derivátu,

k) nástroje, jejichž hodnota se vztahuje k věcem, právům, dluhům, indexům nebo kvantitativně vyjádřeným ukazatelům, které nejsou uvedené v písmenech a) až j) a mají znaky jiných derivátových investičních nástrojů; zejména jde o ty, které jsou obchodovány na evropském regulovaném trhu nebo v mnohostranném obchodním systému, nebo v organizovaném obchodním systému, a

l) povolenky na emise skleníkových plynů.⁴⁵

Charakteristice jednotlivých nástrojů se věnuji níže, nicméně musím upozornit na fakt, že jsem se zaměřil pouze na vybrané instrumenty, jež považuji pro tuto práci za relevantní s ohledem na její téma.

2.1. Cenné papíry

Pokud hovoříme o pojmu cenného papíru, je třeba zdůraznit, že byť se cenný papír může zdát poměrně snadno definovatelný, opak je pravdou. Ohledně otázky, co to vlastně cenný papír je, panuje značná různorodost názorů, jak ekonomických, tak právních. Co se týče tradiční formy listinného cenného papíru, můžeme říci, že cenný papír je písemný projev vůle, tedy listina, se kterou je spjato nějaké subjektivní právo. Cenné papíry jsou tedy specifickým druhem majetku a mají určité znaky:

- spojení subjektivního práva s nosičem informace
- právní osud inkorporovaného práva je svázán s osudem jeho nosiče
- oprávněným z cenného papíru je majitel tohoto papíru
- inkorporované právo přechází společně s nosičem
- aby mohlo být inkorporované právo uspokojeno, je nutné předložit nosič nebo jinak prokázat jeho existenci

Cenné papíry se pochopitelně různě člení, a to podle mnoha hledisek. Můžeme je třídit podle charakteru práva spojeného s nosičem na věcněprávní,

⁴⁵ § 3 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

podílnické a obligační; dále podle účinků vydání na konstitutivní a deklaratorní; pak podle emitenta na soukromé a veřejné či tuzemské a zahraniční; podle formy na cenné papíry na doručitele, na řad a na jméno a další. Pro účely této práce jsou však nejdůležitější tři hlediska členění:

- podle typu nosiče (podoba cenného papíru) – cenné papíry listinné, imobilizované a zaknihované
- podle zastupitelnosti – zastupitelné a nezastupitelné
- podle oběhuschopnosti – obchodovatelné (veřejně a omezeně) a neobchodovatelné⁴⁶

Jak jsem již řekl, ohledně pojmu cenných papírů existuje dlouhá řada názorů a proto se charakteristika, kterou jsem použil, může zdát někomu neúplná, zavádějící, možná i zcela chybná. Faktem však zůstává, že většina odborné veřejnosti se ve vztahu k vymezení cenného papíru shoduje na dvou znacích. Prvním znakem je listina představující cenný papír a druhým znakem je spojení subjektivního práva s touto listinou, tzv. inkorporace. Pojem inkorporace by teoreticky bylo možné vyjádřit i jako „cennost“ v právním slova smyslu, tedy schopnost vyvolat právní následky předpokládané právním řádem. Výraz „cennost“ se však jeví jako vágní, jednak proto, že vlastně kopíruje označení cenný papír, za druhé proto, že je příliš obecný a mohl by vyvolat zdání, že za cenný papír lze považovat například milostný dopis, který samozřejmě může být pro někoho velmi důležitý, což je ale právně zcela irelevantní; třetí důvod, proč pojem „cennost“ lze označit za vágní, je skutečnost, že existují listiny jejichž obsah taktéž vyvolává právní následky a jsou tím pádem „cenné“, ačkoliv se nejedná o cenné papíry – kupříkladu písemné smlouvy. Zdá se tedy, že minimum nesporného vymezení cenného papíru nesou pojmy listina a inkorporace, přesto lze pochybovat o tom, zda je toto minimum skutečně pro základní vymezení dostatečné a opravdu nesporné.⁴⁷

Cenný papír je v České republice upraven v občanském zákoníku tímto způsobem: „*Cenný papír je listina, se kterou je právo spojeno takovým způsobem, že je po vydání cenného papíru nelze bez této listiny uplatnit ani převést.*“⁴⁸ Z hlediska obchodovatelnosti na burze je pak důležité, jak jsem již uvedl, zda jsou cenné papíry zastupitelné. To znamená, že jsou to cenné papíry téhož druhu

⁴⁶ DĚDIČ, Jan. *Právo cenných papírů a kapitálového trhu*. 1. vyd. Praha: Prospektrum, 2000. 546 s. ISBN 80-7175-084-0., s. 45-47

⁴⁷ PAULY, Jan. *Teoretické a legislativní základy cenných papírů*. Vydání první. Praha: Wolters Kluwer, 2016. 401 s. Právní monografie. ISBN 978-80-7552-421-8., s. 11-12

⁴⁸ § 514 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník

vydané týmž emitentem v téže formě, z nichž vznikají stejná práva.⁴⁹ Investiční cenné papíry obchodovatelné na kapitálovém trhu pak upravuje Zákon o podnikání na kapitálovém trhu takto: „*Investičními cennými papíry jsou cenné papíry, které jsou obchodovatelné na kapitálovém trhu. Investičními cennými papíry jsou zejména*

- a) akcie nebo obdobné cenné papíry představující podíl na právnické osobě,*
- b) dluhopisy nebo obdobné cenné papíry, s nimiž je spojeno právo na splacení určité dlužné částky,*
- c) depozitní poukázky představující vlastnické právo k cenným papírům uvedeným v písmenech a) a b),*
- d) cenné papíry opravňující k nabytí nebo zcizení investičních cenných papírů uvedených v písmenech a) a b),*
- e) cenné papíry, ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích a jejichž hodnota je určena hodnotou investičních cenných papírů, měnových kurzů, úrokových sazeb, úrokových výnosů, komodit nebo finančních indexů či jiných kvantitativně vyjádřených ukazatelů.“⁵⁰*

Nejdůležitější dělení podle druhů cenných papírů spočívá v kvantitě vydávání cenných papírů, tedy zda emitent vydává cenné papíry masově, jako emisi⁵¹, nebo spíše jednotlivě. Masově vydávané jsou u nás cenné papíry, které se řadí k investičním nástrojům podle § 3 Zákona o podnikání na kapitálovém trhu a označují se pojmem investiční cenné papíry, uvedené v předchozím odstavci. Obecně sem lze zařadit akcie, dluhopisy, zatímní listy, opční listy, kmenové listy, investiční listy a podílové listy. Cenné papíry vydávané individuálně jsou pak směnky, šeky, náložné listy, skladištní listy a zemědělské skladní listy.⁵²

2.1.1. Imobilizované cenné papíry

Imobilizovaný cenný papír je takový cenný papír, který byl emitentem tohoto papíru svěřen do hromadné úschovy. Je třeba ujasnit, že i když se hovoří o imobilizovaném cenném papíru v jednotném čísle, a to i v zákoně, konkrétně v § 2413 odst. 1 občanského zákoníku, je tím míněna celá emise cenných papírů

⁴⁹ § 516 odst. 1 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník

⁵⁰ § 3 odst. 2 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

⁵¹ Datum emise cenného papíru označuje den, kdy může dojít k vydání cenného papíru prvním nabyvateli. Není-li stanoveno jinak, určí datum emise cenného papíru emitent. (§ 519 z. č. 89/2012 Sb.)

⁵² PAULY, Jan. *Teoretické a legislativní základy cenných papírů*. Vydání první. Praha: Wolters Kluwer, 2016. 401 s. Právní monografie. ISBN 978-80-7552-421-8., s. 207

nebo její část – jedná se tak o soubor zastupitelných cenných papírů vydaných jedním emitentem na základě jednoho rozhodnutí, jež emitent svěřil do hromadné úschovy. Hromadná úschova je upravena v § 2410 občanského zákoníku, kde je stanoveno, že cenný papír se uschová společně s cennými papíry ostatních uschovatelů (vlastníků) odděleně od cenných papírů schovatele (osoba, jíž jsou cenné papíry svěřeny). Cenné papíry náleží všem uschovatelům společně, s tím, že každý uschovatel může uplatňovat svá práva vůči schovateli samostatně. Vlastník svěřeného cenného papíru má také právo na vrácení stejného cenného papíru, jaký u schovatele uschoval; to ale neznamená, že schovatel musí vrátit přesně ten samý cenný papír, který byl přijat do úschovy, ale stačí, aby uschovateli vydal jiný reálně zastupitelný cenný papír.⁵³

2.1.2. Zaknihované cenné papíry

Pokud bychom chtěli zaknihovaný cenný papír nějak stručně definovat, použili bychom asi následující formulaci: O zaknihovaný cenný papír se jedná v případě, že listina jako hmotný substrát, ve kterém je inkorporováno subjektivní právo, je nahrazena zápisem v příslušné evidenci stanovené zákonem.⁵⁴ Skutečnost, že tedy v podstatě neexistuje hmotný substrát cenného papíru neznamená, že by cenný papír neexistoval, a nebo že by byl nahrazen nějakým jiným nosičem, magnetickým diskem apod. Zaknihovaný cenný papír je stále písemný projev vůle, který se liší od listinného cenného papíru tím, že podklad na kterém je zachycen, není hmotným majetkem osoby, jež je majitelem daného cenného papíru. Tato možná trochu krkolonná charakteristika pak vede k otázce, proč se vlastně používá termín zaknihovaný cenný papír a zda je tento termín vůbec vyhovující. Výraz „zaknihovaný“ je převzat z anglického pojmu „book-entry securities“. Jelikož „entry“ lze přeložit jako záznam, vycházíme z toho, že se cenný papír jako projev vůle musí někde zaznamenat, historicky samozřejmě nejčastěji do nějaké knihy. V dnešní době rozšířené počítačové techniky je samozřejmě představa nějaké knihy dosti zastaralá. Existují tedy jisté snahy o nalezení modernějšího a vhodnějšího pojmenování. Jednou z definic, která se objevila, je formulace „cenné papíry držené prostřednictvím depozitáře“. Ta se však příliš neujala, jelikož „držení prostřednictvím někoho“ je samo o sobě dost

⁵³ PAULY, Jan. *Teoretické a legislativní základy cenných papírů*. Vydání první. Praha: Wolters Kluwer, 2016. 401 s. Právní monografie. ISBN 978-80-7552-421-8., s. 106-107

⁵⁴ DĚDIČ, Jan. *Právo cenných papírů a kapitálového trhu*. 1. vyd. Praha: Prospektrum, 2000. 546 s. ISBN 80-7175-084-0., s. 51

problematické a zaknihování nemusí být vždy provedeno v depozitáři. Podobně tomu je u výrazu „nepřímo držené cenné papíry“. Výstižnějším z hlediska nehmotné stránky cenného papíru, leč většinou stějně nepoužívaným pojmem jsou dematerializované cenné papíry. Asi nejnovějším a celkově lepším obratem jsou „elektronické cenné papíry“. I v tomto případě však nastávají jisté komplikace, poněvadž tento výraz se také spojuje s imobilizovanými cennými papíry, a i když se zaknihování dnes úzce pojí s výpočetní technikou, nemá pokaždé elektronickou podobu. Z toho plyne, že pojem zaknihovaného cenného papíru sice není zcela vyhovující ani právně neprůstředný, nicméně je tento pojem již zažitý a stále výstižnější, než ostatní alternativy.

Jak jsem uvedl výše, cenný papír je v našem právu zakotven v § 514 občanského zákoníku. Zaknihovaný cenný papír je pak upraven v § 525 občanského zákoníku, který zní: *„Je-li cenný papír nahrazen zápisem do příslušné evidence a nelze-li jej převést jinak než změnou zápisu v této evidenci, jedná se o zaknihovaný cenný papír. Zaknihované cenné papíry jsou zastupitelné, pokud byly vydány tímž emitentem a pokud z nich vznikají stejná práva.“*⁵⁵ Zákodárce se však tímto vymezením dopustil poměrně zásadního přešlapu. Z této úpravy totiž vyplývá, že za cenný papír je na základě § 514 považován listinný cenný papír a zaknihovaný cenný papír je považován jen za jakousi náhražku (zaknihované právo), která se pod pojem cenného papíru nedá vztáhnout. To by pak v důsledné aplikaci vedlo k řadě problémů, z nichž uvedu například to, že akcie v materiální podobě by byla cenným papírem a v zaknihované podobě pouze právem; to pak vede k myšlence, že akcie v zaknihované podobě není vůbec cenným papírem ve smyslu § 514 občanského zákoníku, což je samozřejmě nesmyslné. Podobných interpretačních problémů vyvstávajících z koncepce cenného papíru a zaknihovaného cenného papíru v našem právu je vícero.⁵⁶ Zákodárce se s touto situací zatím nijak nevypořádal a v dohledné době k tomu nejspíše ani nedojde.

2.1.3. Akcie

Akcie jsou cenné papíry, ke kterým se může vázat značné množství práv. Pokud chceme akcii nějakým zjednodušeným způsobem definovat, lze jí popsat

⁵⁵ § 525 odst. 1 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník

⁵⁶ PAULY, Jan. *Teoretické a legislativní základy cenných papírů*. Vydání první. Praha: Wolters Kluwer, 2016. 401 s. Právní monografie. ISBN 978-80-7552-421-8., s. 30-33, 122-123

jako majetkový cenný papír, v němž je vyjádřen podíl na majetku akciové společnosti. Nejdůležitější práva, která z akcií pro jejich majitele mohou plynout, jsou:

- právo podílet se na řízení společnosti (účast na valné hromadě – klást otázky, požadovat vysvětlení, klást návrhy na změny, volit orgány a být do nich volen, hlasovat o otázkách na valné hromadě)
- právo podílet se na zisku společnosti (formou dividendy schválené valnou hromadou)
- podíl na likvidačním zůstatku (v poměru ke jmenovité hodnotě vlastněných akcií)
- přednostní právo na upsání nových akcií společnosti (aby byl zachován jeho stávající podíl na základním kapitálu)⁵⁷

V českém právu jsou akcie upraveny v zákoně o obchodních korporacích, který akcii definuje tímto způsobem: „*Akcie je cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír, s nímž jsou spojena práva akcionáře jako společníka podílet se podle tohoto zákona a stanov společnosti na jejím řízení, jejím zisku a na likvidačním zůstatku při jejím zrušení s likvidací.*“⁵⁸ Tato definice však není zcela přesná ani úplná. Výčet práv v této definici totiž vypadá jako taxativní, tedy obsahující všechna práva, která z vlastnictví akcie mohou plynout. Ve skutečnosti se však jedná pouze o některá důležitá práva, přičemž další práva, která akcionářům v souvislosti s vlastnictvím akcie mohou svědčit, jsou upravena v jiných paragrafech zákona o obchodních korporacích a je jich poměrně velké množství. Další nepřesností zákona je fakt, že základní práva obsažená v definici se vždy nemusí nutně pojít s každou akcií, konkrétně například s prioritní akcií, ke které se obvykle neváže hlasovací právo (§ 278 a násl. zákona o obchodních korporacích). Nepřesností v definici akcie podle českého práva je více, já však nechci zabíhat do větších podrobností. Vzhledem k tomu, že definičních znaků a práv z akcie plynoucích je opravdu mnoho, bylo by zřejmě dosti obtížné zkonstruovat zcela přesnou definici, nicméně pojem akcie lze alespoň více upřesnit. Přesněji vymezit akcii by bylo možné tedy asi takto: „*Akcie je cenný papír, který má akciová společnost za zákonem stanovených předpokladů povinnost vydat svému akcionáři a s nímž jsou v rozsahu vyplývajícím ze zákona a stanov této společnosti spojena práva akcionáře jako jejího společníka podílet*

⁵⁷ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9., s. 230-232

⁵⁸ § 256 odst. 1 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech

se zejména na jejím řízení, na jejím zisku a na likvidačním zůstatku při jejím zrušení s likvidací.“⁵⁹

2.1.4. Dluhopisy

Jako dluhopis chápeme zastupitelný dlužnický cenný papír, ze kterého plyne jeho majiteli právo na splacení dlužné částky, přičemž toto právo má emitent dluhopisu povinnost uspokojit. Doba splatnosti dluhopisu je předem stanovena v rozmezí několika měsíců (krátkodobé dluhopisy) až klidně 30 let (dlouhodobé dluhopisy, dříve také označované jako obligace). Vydáním dluhopisu se emitent zavazuje, že splatí jmenovitou hodnotu dluhopisu a bude pravidelně vyplácet platbu z dluhopisu či jinou formu důchodu (jednou nebo několikrát ročně). Vydávat dluhopisy mohou banky (obchodní i centrální), stát, obchodní společnosti i územně samosprávné celky. Pokud chce emitent dluhopisy vydat, musí mu být na jeho žádost schváleny emisní podmínky příslušným regulátorem (u nás Česká národní banka); to neplatí pro dluhopisy státu a logicky ani pro dluhopisy České národní banky. Emisní podmínky obsahují charakteristiku dluhopisu a vymezují práva i povinnosti emitenta a majitele dluhopisu. Co se týče platby vyplácené z dluhopisu, může být stanovena několika způsoby, a to pevnou úrokovou sazbou, rozdílem mezi jmenovitou hodnotou dluhopisu a nižším emisním kurzem, slosovatelnou prémie nebo prémie v závislosti na lhůtě splatnosti dluhopisu nebo pohyblivou úrokovou sazbou, která je odvozena kupříkladu z jiných úrokových sazeb nebo výnosů, z pohybu devizových kurzů, indexů i cen komodit.⁶⁰

Dluhopisy mají v České republice svůj vlastní zákon, kterým je pochopitelně zákon o dluhopisech. Ten podává definici dluhopisu takto: „*Dluhopis je cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír, s nímž je spojeno právo na splacení určité dlužné částky odpovídající jmenovité hodnotě jeho emitentem, a to najednou nebo postupně k určitému okamžiku, a popřípadě i další práva plynoucí ze zákona nebo z emisních podmínek dluhopisu.*“⁶¹ I tato definice, podobně jako u akcií, má určité nedostatky, z nichž některé uvedu. Jedním z těchto nedostatků je použití termínu „*dlužná částka*“, jelikož to by znamenalo,

⁵⁹ PAULY, Jan. *Teoretické a legislativní základy cenných papírů*. Vydání první. Praha: Wolters Kluwer, 2016. 401 s. Právní monografie. ISBN 978-80-7552-421-8., s. 222-226

⁶⁰ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9., s. 247-249

⁶¹ § 2 odst. 1 zákona č. 190/2004 Sb., o dluhopisech

že z dluhopisu vždy plyne peněžité plnění. To bude sice ve většině případů pravda, nicméně to tak nemusí být pokaždé. Problém spočívá i ve vymezení doby uspokojení práva na plnění. Tato doba je předem určena emitentem, přičemž plněno může být najednou nebo postupně; úskalím zde však je obrat „k určitému okamžiku“. Doba splatnosti totiž nemusí být vždy určitá, konkrétně v případě, kdy bude dluhopis předčasně splacen z vůle emitenta nebo vlastníka ve smyslu § 9 odst. 2 písm. l) a m) zákona o dluhopisech. Problematické může být i to, že z definice dluhopisu vlastně není zřejmé, proč byl vydán. To plyne ze sousloví „dlužná částka odpovídající jmenovité hodnotě“, protože není zcela jasné, jak zmíněný dluh vznikl. Z toho opět (jako v případě akcií) plyne, že dluhopis by pravděpodobně bylo vhodné definovat přesněji, a to jako: „*cenný papír, s nímž je spojeno jednak právo jeho vlastníka na to, aby mu emitent jednorázově nebo vícenásobně poskytl, zpravidla včetně výnosu dluhopisu, plnění, které z dluhopisu, jakož i z jeho emisních podmínek vyplývá a které je většinou pouze peněžitým plněním, jednak i případná jiná práva vyplývající ze zákona nebo z emisních podmínek dluhopisu, a to v návaznosti na peněžité plnění, které emitent oproti vydání dluhopisu přijal.*“⁶²

2.1.5. Certifikáty

Investiční strukturované certifikáty jsou dluhové cenné papíry, které emitují významné finanční instituce, především banky, čímž si zaopatřují peněžní prostředky ke své činnosti. Vážou se vždy k určitému podkladovému aktivu; nejčastěji jsou takovými aktivy akciové burzovní indexy nebo individuálně nastavené akciové koše skládající se z různých akcií. Lze je vydávat jako časově omezené, ale i bez předem ohraničené doby splatnosti. Charakteristické je pro certifikáty to, že jejich emitenti je obchodují na burzách a zároveň i mimoburzově u svých přepážek.

Investiční certifikáty v sobě spojují vlastnosti klasických dluhopisů a finančních derivátů. Z dluhopisů vychází jejich určený nebo neohraničený termín splatnosti a obchodování na burzovních trzích. Vlastnost derivátů pak spočívá v určování jejich kurzů v závislosti na vývoji cen jejich podkladových aktiv.

⁶² PAULY, Jan. *Teoretické a legislativní základy cenných papírů*. Vydání první. Praha: Wolters Kluwer, 2016. 401 s. Právní monografie. ISBN 978-80-7552-421-8., s. 269-271

Mohou se členit podle druhů jejich podkladových aktiv na certifikáty s jednoduchými podkladovými aktivy, indexové certifikáty nebo „basket certifikáty“ (koše jako podkladová aktiva – kombinují jednotlivé druhy jednoduchých podkladových aktiv). Dále se člení podle rizikového profilu na Plain Vanilla certifikáty a exotické certifikáty, s tím, že zde opět existuje nepřeberné množství dalších podtypů.⁶³

2.2. Deriváty

Pojem derivát je jak z hlediska ekonomie, tak z hlediska práva poměrně neurčitý. Dá se říci, že derivát je finanční kontrakt a jeho hodnota je závislá na jednom nebo několika podkladových aktivech. To však obsahuje pouze finanční deriváty, ačkoliv existují i jiné typy derivátů, například komoditní. Co se týče právní definice derivátu, v České republice krátce existovala v dnes již neplatném zákoně o cenných papírech, avšak zákon o podnikání na kapitálovém trhu ji z podstatných důvodů opustil a uchýlil se pouze k vyjmenování typů derivátů a jejich částečnému vymezení. Podle naší úpravy, jsou tedy zákonem o podnikání na kapitálovém trhu za deriváty považovány v §3 odst. 1 písm. d) až k) tyto investiční nástroje:

„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, povolenkám na emise skleníkových plynů, jakož i jiným derivátům, finančním indexům či finančním kvantitativně vyjádřeným ukazatelům, a ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích nebo právo na dodání věci, 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, nejde-li o vypořádání v penězích z důvodu selhání jedné ze stran derivátu nebo z jiného důvodu předčasného ukončení derivátu,

h) opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke komoditám a z nichž vyplývá právo na dodání této komodity, a se kterými se

⁶³ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 635-639

obchoduje na evropském regulovaném trhu nebo v mnohostranném obchodním systému popřípadě v organizovaném obchodním systému, s výjimkou velkoobchodních energetických produktů podle čl. 2 bodu 4 nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1227/2011 o integritě a transparentnosti velkoobchodního trhu s energií obchodovaných v organizovaném obchodním systému, z nichž vyplývá povinnost dodání této komodity,

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

j) opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke klimatickým ukazatelům, přepravním tarifům 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, nejde-li o vypořádání v penězích z důvodu selhání jedné ze stran derivátu nebo z jiného důvodu předčasného ukončení derivátu,

k) nástroje, jejichž hodnota se vztahuje k věcem, právům, dluhům, indexům nebo kvantitativně vyjádřeným ukazatelům, které nejsou uvedené v písmenech a) až j) a mají znaky jiných derivátových investičních nástrojů; zejména jde o ty, které jsou obchodovány na evropském regulovaném trhu nebo v mnohostranném obchodním systému, nebo v organizovaném obchodním systému“

Tento výčet samozřejmě nijak nenahrazuje definici derivátů, na druhou stranu je z něj patrná odlišnost od cenných papírů. Zásadní vlastností derivátů, kterou bychom však mohli vztáhnout k jejich definování, je skutečnost, že jde o kontrakty, mezi jejichž uzavřením a vypořádáním leží delší časový úsek. I když se objevují různé pokusy o definování derivátů, z nichž jsem některé nastínil, v podstatě žádná uspokojivá ekonomická ani právní definice derivátů neexistuje. Lze se spokojit alespoň s tím, že deriváty je možné odlišit od cenných papírů, jelikož deriváty jsou, co se práva týče, vždy smlouvami, přičemž cenné papíry nikdy s pojmem smlouvy zaměňovat nemůžeme.⁶⁴

⁶⁴ PAULY, Jan. *Teoretické a legislativní základy cenných papírů*. Vydání první. Praha: Wolters Kluwer, 2016. 401 s. Právní monografie. ISBN 978-80-7552-421-8., s. 210-212

2.2.1. Opce

Opce je počestěný výraz anglického „option“, což v tomto případě můžeme přeložit jako volbu. Opce je tedy smlouva, která svému držiteli poskytuje právo koupit nebo prodat (podle typu opce), v předem domluveném okamžiku za předem stanovenou cenu, podkladové aktivum, na které je opce vázána. Jedná se tak o podmíněný termínový kontrakt a jen držitel opce má právo ho uskutečnit; má tedy právo volby, narozdíl od pevných termínových smluv.

Dá se říci, že majitel opce koupil „právo volby“ v budoucnu koupit nebo prodat konkrétní podkladové aktivum, za což zaplatil kupní cenu opce, která se nazývá opční prémie. Výhodou opce proti pevným termínovým kontraktům typu forwards a futures je dobrovolnost uskutečnění obchodu. Majitel sice zaplatí opční prémii, která je nevratná, ale může se rozhodnout, zda své právo uplatní či nikoliv. Pokud bude tržní cena v okamžiku splatnosti opce pro majitele nepříznivá, může majitel nechat opci propadnout a vyhnout se tak větší ztrátě. Vypisovatel opce žádné právo volby nemá. Za prodej opce obdrží opční prémii, ale musí na vyzvání majiteli opce prodat podkladové aktivum a nebo ho od něj odkoupit, i v případech, kdy je to pro něj nevýhodné.

Opce mohou sloužit jako instrumenty k zajištění a minimalizaci rizika, tak i ke spekulaci. V základu můžeme opce dělit na základní, tzv. Plain Vanilla opce a na exotické opce. Rozdíl je v tom, že Plain Vanilla opce mají základní typické vlastnosti opcí, kdežto opce exotické jsou v jistých ohledech dosti speciální. Plain Vanilla opce se pak dělí jednak na kupní a prodejní, dále na evropské a americké. Kupní opce zakládá svému majiteli právo ve stanoveném čase koupit za předem dohodnutou cenu podkladové aktivum od vypisovatele opce, a naopak prodejní opce zakládá právo podkladové aktivum vypisovateli prodat; v obou případech, jak již bylo řečeno, záleží na majiteli, zda své právo využije. Jak kupní, tak i prodejní opce mohou mít podobu evropské či americké. Právo plynoucí z evropské opce může být uplatněno teprve v okamžiku její expirace, kdežto americká opce může být uplatněna kdykoliv během její platnosti, což pro vlastníka opce znamená širší možnosti spekulace.⁶⁵

⁶⁵ REJNUŠ, Oldřich. *Cenné papíry a burzy*. 2., přeprac. vyd. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2013. 406 s. Učební texty vysokých škol. ISBN 978-80-214-4673-1., s. 311-313

2.2.2. Futures

Tyto kontrakty jsou specifikovány jako standardizované burzovní obchody, které se uzavírají na termínových burzách a slouží k obchodování podkladových aktiv, přičemž jsou vypořádávány v předem pevně daných termínech, zpravidla několikrát ročně. Na jedné straně stojí subjekty, jež se zavázaly v okamžiku vypršení kontraktu odebrat podkladové aktivum za dohodnutou cenu a na druhé straně jsou pak subjekty, které se zavázaly toto aktivum dodat. Prodávající a kupující se vzájemně neznají a v podstatě tedy obchodují s burzou. Je nutno podotknout, že pokud strany tento kontrakt uzavřou, nemají pak už jinou možnost volby, než obchod dokončit (narozdíl od opcí). Futures se dělí podle podkladových aktiv na akciové, komoditní, úrokové, měnové nebo indexové.⁶⁶

2.2.3. Warranty

Ohledně warrantů panují dohady, zda se jedná o cenné papíry nebo spíše o deriváty. Já bych se zde rád vyhnul hlubší analýze tohoto problému a proto uvedu, že warranty jsou v podstatě cenné papíry derivátového typu, ale z důvodu konzistentnosti této kapitoly jsem je zařadil pod deriváty. Hovoří se o nich také jako o burzově obchodovatelných sekuritizovaných opcích. Nevznikají totiž jako opce smluvně, ale jsou emitovány jako klasické cenné papíry na předem danou dobu, často od 6 měsíců do 2 let, ale i déle. To je také odlišuje od opcí, které mají zpravidla dobu splatnosti kratší. Společným znakem warrantů a opcí je podkladové aktivum, na němž jsou závislé. Warranty jsou také nazývány jako strukturované warranty či kryté warranty (company warrants – opční listy). U warrantů platí, že emitent není povinen vlastnit podkladová aktiva po celou dobu životnosti warrantů, ale pokud má dojít k fyzickému vypořádání, musí je včas nakoupit a dodat investorům. Dnes se však většina warrantů vypořádává pouze peněžně a automaticky, narozdíl od opcí, které, jak bylo uvedeno, může a nemusí majitel uplatnit. Warranty se primárně dělí v podstatě jako opce, tedy na základní Plain Vanilla warranty a speciální exotické warranty, přičemž může jít o warranty kupní (právo na nákup aktiva) nebo prodejní (právo na prodej aktiva). Warrantů, zejména těch exotických, je značná škála, přičemž ještě jednotliví emitenti stejné

⁶⁶ REJNUŠ, Oldřich. *Cenné papíry a burzy*. 2., přeprac. vyd. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2013. 406 s. Učební texty vysokých škol. ISBN 978-80-214-4673-1. s. 305-308

typy warrantů záměrně pojmenovávají jinak. Pro účely této práce však neshledávám detailnější dělení warrantů za podstatné.⁶⁷

2.3. ETF

ETF je zkratka pro anglický výraz „Exchange traded funds“, přičemž česky je lze označovat jako veřejně obchodovatelné fondy; používá se však spíše původní anglický výraz. Jedná se o fondy pro velké i malé investory a stejně jako fondy kolektivního investování je tvoří majetek složený z různých druhů aktiv. Majitelé cenných papírů fondu tak mají nárok na podíl z majetku fondu při jeho likvidaci. Naše zákony ETF zatím neupravují, můžeme je však považovat za investiční nebo otevřené podílové fondy. Největší rozdíl oproti standartním investičním a podílovým fondům představuje fakt, že jejich cenné papíry lze obchodovat na burze. Na rozdíl od standartních investičních a podílových fondů jsou ETF zakládány opačně. Na fungování ETF se totiž podílejí investiční společnosti nebo banky, jež fond založí pomocí svého kapitálu a začnou nabízet cenné papíry fondu investorům, kdežto u standartních investičních a podílových fondů se nejdříve nashromáždí vklady investorů a až pak se fond založí.⁶⁸

⁶⁷ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 669-670

⁶⁸ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 607-608

3. Historie burzovníctví

3.1. Vznik a vývoj burzovníctví

Prvopočátky burzovních obchodů můžeme nalézt již ve starověku. Jako příklad lze uvést kupecká kolegia (*collegia mercatorum*) ve starověkém Římě. Je však nutno podotknout, že tyto obchody byly spíše jakými předchůdci skutečných burz, které začaly fungovat až ve středověku při rozvoji řemesel a obchodu ve městech. Pokud jde o přesné datování vzniku burz v jednotlivých evropských městech, jedná se o poměrně nelehký úkol. Postavení a funkce burzy se totiž vyvíjely rozdílně a postupně, a proto často nemůžeme zcela přesně označit moment kompletní přeměny všech hlavních rysů klasického trhu na burzu, která odpovídá našemu modernímu pojetí. Vznik burzy jako instituce tržního hospodářství ale můžeme s jistotou zasadit do 15. – 16. století, kdy tržní hospodářství vyspělých evropských měst prošlo zásadním a rychlým rozvojem.⁶⁹

Bezesporu zůstává, že vznik burz je spjat se středověkými italskými městy. Ve 12. století byla města jako Janov, Miláno, Benátky nebo Florencie, významnými obchodními uzly, kde se pravidelně na určených místech scházeli obchodníci za účelem nákupu a prodeje cenných papírů. Jednalo se tedy v podstatě o pravidelný burzovní obchod, tehdy však výrazně omezený pouze na směnky, jakožto bezpečný prostředek převodu peněz. K obchodním schůzkám byly využívány především ulice a náměstí v blízkosti italských konzulárních domů; místa těchto obchodů byla známa jako „loggia“.

Obchodování na burze je samozřejmě spojeno s cennými papíry a pro rozmach cenných papírů má kruciólní význam rok 1407, kdy byla v Janově založena Banka sv. Jiří (*Casa di San Giorgio*). Jelikož Janov potřeboval značnou sumu peněz pro válečné účely, musel je opatřit pomocí půjček. Věřitelé vytvořili skupiny, které se rozdělily na stejně velké, dělitelné a prodejné části; nejdříve byli věřitelé pouze zapsáni do knihy státního dluhu a posléze bylo přistoupeno k vydání cenných papírů.

Vlastní název „burza“ je odvozen od jména belgické rodiny Van der Burse⁷⁰. Tato vážená obchodní rodina poskytovala své obchodní místnosti v Bruggách v podstatě jen italským obchodníkům, kteří měli v Bruggách své

⁶⁹ PAVLÁT, Vladislav. *Kapitálové trhy a burzy ve světě*. 1. vydání. Praha: Grada, 1993. 392 s. ISBN 80-85424-90-8., s. 201

⁷⁰ Uvádí se však i Van der Buerse (Pavlát, 1993) nebo Van der Beurse (Dědič, 1992)

konzulární domy. Nemůžeme tedy říci, že by se jednalo o skutečná burzovní shromáždění, nicméně název burza se rychle ujal veskrze ve všech světových jazycích, včetně jazyka anglického, kde byl ale výraz pro burzu jako instituci nahrazen z původního „The Bourse“ na „The Exchange“. Z hlediska historického vývoje burzovníctví je dále velice významný rok 1440⁷¹, kdy po úpadku burzy v Bruggách byla tato burza v podstatě přenesena do Antverp a v roce 1531 zde byla postavena budova burze přímo určená. Z našeho pohledu se tedy v případě Antverpské burzy zřejmě jedná o první burzu, která odpovídá pojetí burzy jak jí vnímáme dnes. V 16. století je pro burzovníctví důležitou zemí také Francie, kde vznikají burzy v Lyonu (1546), v Toulouse (1549), v Rouenu (1556) nebo v Paříži (1563); burzy však vznikají i v Anglii a v Německu.

Na začátku 17. století začaly v Nizozemí vznikat akciové společnosti jejichž předmět zájmu byl především obchod s Indií. I předtím existovaly v Amsterdamu společnosti, které získávaly kapitál na svoje cesty do zámoří pomocí vkladů v libovolné výši. Na tyto vklady vydávaly prodejné potvrzenky, známé jako „Aktie“. Úskalí těchto potvrzenek však spočívalo v tom, že nezakládaly pohledávky vůči společnosti, ale pouze proti osobám, které vedly obchod jako jednotlivci. Tím pádem byly tyto papíry nezastupitelné a nedalo se s nimi na burze obchodovat. Zmíněné společnosti v roce 1602 v podstatě splynuly a byla tak založena Nizozemská Východoindická společnost, která měla monopol pro obchod s Východní Indií. V roce 1608 byla založena amsterodamská burza a začalo se na ní obchodovat s podíly Východoindické společnosti a s koloniálním zbožím, jako byl pepř, cín a jiné kovy, jelikož tyto se do Nizozemí dovážely ve značném množství. Amsterodamská burza se stala značně moderní tím, že se zde začalo spekulovat a využívat termínovaných obchodů.

Jak jsem již zmínil výše, pro burzovníctví významnou zemí byla i Francie. Burza v Paříži sice vznikla až v roce 1563, nicméně burzovní obchod se zde začal formovat mnohem dříve. Ve 13. století se zejména kolem Velkého mostu (Grand Pont) na řece Seině nedaleko Louvru začali scházet tzv. dohodci (courtiers) a obchodovali zde s devizami a směnkami. Mostu se začalo říkat most směnárníků (Pont au Change) a je tak znám dodnes. Jelikož prvotní formy burzovního obchodu samozřejmě nebyly nikterak organizované a pravidelné, musím zmínit jednu důležitou vlastnost Pařížské burzy, a to oficialitu obchodů a oficiální určování burzovních zprostředkovatelů. Jednalo se o úřad courtiers de change

⁷¹ Uvádí se také rok 1460 (Pavlát, 1993)

založený Karlem IX. v roce 1572 (z dnešního pohledu bychom pravděpodobně hovořili o burzovních makléřích). V roce 1595 byl počet těchto „dohodců“ stanoven na 8 a v roce 1620 dokonce zavedena dědičnost úřadu, která ale byla později zrušena.

Další významnou burzou, kterou bych rád zmínil, je Londýnská burza, která prošla poměrně komplikovaným rozvojem. Burzovní obchody v Anglii probíhaly už ve 14. století, avšak burza v Londýně byla založena až někdy kolem roku 1567 jako burza pro zboží a půjčky pod názvem „The Bourse“⁷². Podle jiných zdrojů však počátky této burzy spadají až do roku 1535, ačkoliv oficiálně byla burza otevřena až v roce 1571⁷³, kdy pravděpodobně došlo k přejmenování z „The Bourse“ na „The Royal Exchange“ u příležitosti návštěvy královny Alžběty. Obchodníci s akciemi začali na Royal Exchange působit asi v roce 1688 vedle obchodníků se zbožím. Vyskytl se zde však jeden problém. Jelikož byl trh přístupný široké veřejnosti, někteří toho začali využívat a docházelo zde k podvodům. Na burzovní obchodníky tedy začalo být nahlíženo spíše jako na lichváře a to vyvolalo obavy ve vládě. Vzniklé nebezpečí se vláda v roce 1697 rozhodla vyřešit vydáním zákona, který stanovil počet přísězných dohodců na 100; byla vytvořena korporace a tím se trh veřejnosti uzavřel. Jenže již v roce 1698 část obchodníků burzu opustila a začala obchodovat v různých uličkách a kavárnách, čímž opět došlo k tomu, že obchodníkem se mohl stát víceméně kdokoliv. Během několika desítek let se burzovní obchod značně rozšířil; došlo k založení „The Stock Exchange“ a později byla založena ještě „Foreign Stock Exchange“. Stock Exchange postupně přebírala hlavní roli v obchodování s cennými papíry až nakonec kolem roku 1823 došlo k opuštění Royal Exchange pro nedostatek místa a neshody s obchodníky se zbožím. Pro nás je důležité, že někdy v polovině 19. století burzy Stock Exchange a Foreign Stock Exchange splynuly a Stock Exchange tak získala monopol pro obchod s cennými papíry.

Německé burzovníctví z hlediska světového významu nepřineslo nic, čemu by bylo třeba věnovat zvláštní pozornost. Burzy zde začaly vznikat již v 16. století, ale obchod byl omezen pouze na směny a valuty. Světově známou se zde stala burza ve Frankfurtu. Co se týče Rakouska, v roce 1771 byla založena burza

⁷² BENEŠ, Václav a MUSÍLEK, Petr. *Burzy a burzovní obchody*. Vyd. 2., aktualiz. a rozš. Praha: Informatorium, 1992. 252 s. ISBN 80-85427-00-1., s. 106-109

⁷³ DĚDIČ, Jan. *Burza cenných papírů a komoditní burza*. 1. vydání. Praha: Prospektrum, 1992. 295 s. ISBN 80-85431-62-9., s. 20

ve Vídni, odlišně od ostatních burz jako státní instituce. Důvodem byla státní finanční krize a hospodářská centralizace.

I když italská obchodní města a zdejší obchodníci byli průkopníky burzovníctví, jak jsem zmiňoval na začátku této kapitoly, pozdější vývoj zde značně zpomalil. Můžeme říci, že tamní burzovníctví po staletí spíše stagnovalo a poté bylo značně ovlivněno burzovníctvím francouzským.

Dosud jsem se věnoval pouze Evropě, ale z hlediska světového významu pro burzovníctví je třeba zmínit i kontinent Severní Ameriky. V USA byly kvůli finančním potřebám státu roku 1790 vydány státní obligace. Z toho důvodu byla také roku 1792 založena burza v New Yorku, na které se zmíněné obligace začaly obchodovat. Na burze působilo 24 brokerů, kteří za své služby stanovili zprostředkovatelský poplatek a také hned v roce založení burzy vydali pravidla pro obchodování s cennými papíry. Od nepaměti se obchodovalo na dnes již notoricky známé Wall Street, kde se roku 1817 usídlila i newyorská burza, která se původně jmenovala „New York Stock and Exchange Board“. Roku 1863 se však burza přejmenovala na „New York Stock Exchange“ a tento název nese dodnes.⁷⁴

Je zřejmé, že průmyslová revoluce s sebou nesla i rozvoj kapitalismu a tedy i vznik dalších burz, jak v Evropě, tak i ve světě. Modernější italské burzy vznikají roku 1808 v Milánu a roku 1821 v Římě. Madridská burza byla založena v roce 1831. Burzy vznikají i na severu; v Oslu roku 1819 a ve Stockholmu roku 1863. Nelze opomenout ani centrum finančnictví – Švýcarsko. Zde v roce 1875 vzniká například burza v Basileji a roku 1885 burza v Curychu. Jedna z dnešních nejvýznamnějších burz byla založena v Tokiu v roce 1878. Zajímavostí je Rusko, kde první burza se zbožím a směnkami vznikla už v roce 1703 v Petrohradě, ale většina ruských burz začala vznikat až ve 2. polovině 19. století. Burzy vznikaly na všech kontinentech; v africkém Johannesburgu roku 1887, v Austrálii například burza v Sydney v roce 1871 či Melbourne roku 1885. Pozadu nezůstala ani Kanada; zde byla roku 1852 založena burza v Torontu a další například burza v Montrealu roku 1874. Konečně se dostávám i Jižní Americe, kde začaly burzy vznikat spíše až koncem 19. století. V Chile byla roku 1892 založena burza ve Valparaisu a v roce 1893 burza v Santiagu. Burza byla založena i v Mexiku, konkrétně v Mexico City roku 1894. Brazílie byla o něco napřed, jelikož zde

⁷⁴ BENEŠ, Václav a MUSÍLEK, Petr. *Burzy a burzovní obchody*. Vyd. 2., aktualiz. a rozš. Praha: Informatorium, 1992. 252 s. ISBN 80-85427-00-1., s. 106-109

burzy vznikaly již kolem poloviny 19. století. Vzniklo jich zde několik, nejdůležitější však byly burzy v Rio de Janeiro a v Sao Paulo.

Jak vyplývá z výše uvedeného, burzovní obchod z počátku v podstatě nebyl regulován. Později ho začaly regulovat hlavně burzy samy, ale až do poloviny 19. století státy do činnosti burz prakticky skoro nezasahovaly. To se změnilo až ve druhé polovině 19. století, kdy se začíná rýsovat burzovní zákonodárství. Můžeme jmenovat například Belgie, kde byl roku 1867 vydán první zákon o burze, dále pak Švýcarsko, konkrétně zákon kantonu Curych byl vydán roku 1883 a v roce 1889 svůj burzovní zákon vydalo i Německo. V USA došlo k prvním regulacím až s nástupem světové hospodářské krize ve 30. letech 20. století. V roce 1933 byl vydán zákon o cenných papírech (Security Act) a v roce 1934 zákon o burzách cenných papírů (Security Exchange Act).

Co se týče vývoje burzovníctví ve 20. století, dá se říci že v prvních dvou třetinách poměrně stagnoval a burzy v podstatě zůstaly koncipovány stejně jako na konci 19. století. Byly obrazem veřejně prospěšné společnosti, jejíž smyslem je umožňovat svým členům dosažení zisku, přičemž ona sama o zisk usilovat nemá. Nejdůležitějším orgánem burzy byl volený orgán, kterým mohlo být představenstvo, burzovní komora, burzovní rada, atp. Úkolem takového orgánu je především tvorba burzovních předpisů a určování celkové politiky burzy, čímž se řídí aparát burzy, který plní příkazy volených orgánů a jeho dopad na rozvoj je minimální. Burzovní zákonodárství je v tomto období značně rigidní, jelikož změna těchto zákonů je poměrně komplikovaná a je spojena se změnou zavedeného pořádku. Nedochovalo příliš ani ke změnám v jednotlivých druzích obchodů či v segmentech trhu. Stejně tak byl pomalý i technický pokrok; hlavním telekomunikačním nástrojem byl telefon, později dálnopis. Informace se šířily především pomocí tisku. Burzovní operace se prováděly ručně a byly značně časově náročné. Zajímavostí je, že nad burzou se tehdy vznášel jakýsi závoj tajemna. Lidé, kteří měli k burze nějaký vztah, byli poměrně váženými osobami a tvořili jakousi uzavřenou společnost, která byla pro ostatní nepřístupná.

Podstatnou událostí, která nastartovala proces změn v burzovníctví, byl krach na burze v New Yorku roku 1929. Pověstný „černý pátek“ ostřásl i dalšími světovými burzami a v podstatě učinil přítrž dosavadním liberálním přístupům, které v USA a Kanadě vystřídal tvrdé regulace. Primárním cílem bylo chránit investory a zprostředkovat jim co možná nejširší přístup k zásadním informacím.

Je důležité zmínit, že vznik burz cenných papírů byl ve všech státech podmíněn dosažením určité úrovně tržní ekonomiky. Proto ke vzniku burz ve spoustě státech nedocházelo, jelikož tamní ekonomiky potřebné úrovně nedosahovaly; především z toho důvodu, že tyto státy dlouhou dobu zůstávaly pod nadvládou bývalých koloniálních říší.

Vývoj burzovníctví začal zrychlovat krátce po 2. světové válce a k největšímu přelomu došlo v 70. – 80. letech, hlavně kvůli neustále se zrychlujícímu všeobecnému technickému pokroku, především v dopravě a spojích. Krucióální význam pro burzovníctví až do dnešních dnů představuje hlavně postupující digitalizace a rozvoj informatiky. Moderní výpočetní technika přinesla urychlení obchodních i peněžních transakcí, dokonalejší regulaci a kontrolu transakcí, zdokonalení techniky burzovních obchodů, zvýšila transparentci trhů, přispěla k otevření nových segmentů trhu, atd.⁷⁵

3.2. Česko-slovenské burzovníctví

První pokusy o zakládání burz na našem území proběhly v polovině 19. století, kdy se nejdříve na trzích obchodovalo s obilím a jinými plodinami, nicméně pokrok v obchodování a dopravě postupně přiměl obchodníky k pomýšlení na určitou formu organizovaného střediska obchodu. Počáteční snahy přišly vniveč; burzy končily záhy po založení. Úspěch přinesl až rok 1871, kdy byla založena Pražská bursa pro zboží a cenné papíry. Tato burza existovala až do roku 1939 a po 2. světové válce už její činnost obnovena nebyla. Na téměř 40 let tak v Československu nastala pro burzovníctví doba temna, k jehož oživení došlo až po listopadu 1989.⁷⁶

3.2.1. Předválečné období

Jak jsem již napověděl, historie burzovníctví se na našem území začíná psát někdy ve druhé polovině 19. století. Tradici zde měly týdenní trhy s obilím a zemědělskými plodinami, nejdříve na Koňském trhu, od roku 1882 na Senovážném náměstí. Obchod se pochopitelně rozvíjel, stejně tak i doprava, a obchodníci začali usilovat o nějaké vhodné organizaci trhu. V roce 1861 došlo

⁷⁵ PAVLÁT, Vladislav. *Kapitálové trhy a burzy ve světě*. 1. vydání. Praha: Grada, 1993. 392 s. ISBN 80-85424-90-8., s. 202-207

⁷⁶ DĚDIČ, Jan. *Burza cenných papírů a komoditní burza*. 1. vydání. Praha: Prospektrum, 1992. 295 s. ISBN 80-85431-62-9., s. 40-42

v Praze k založení tzv. Produktenhalle. Jednalo se o soukromou akciovou společnost, jejíž základní kapitál dosahoval výše 750 000 zlatých, kde se obchodovalo v podstatě se všemi plodinami. Při této společnosti byla téhož roku založena burza peněžní, pro zboží a plodiny, bohužel ale hned za rok po založení zanikla kvůli nedostatku účastníků. Další snaha o založení burzy přišla v roce 1868, kterou podnítil zejména obchodní spolek Merkur. Po vypracování stanov burzy a jejím schválení byla burza pro zboží roku 1869 založena. Ani tato burza však neměla dlouhého trvání a po roce zanikla.⁷⁷

Tyto neúspěchy však pražské hospodáře neodradily. V čele významných osobností stáli Alois Oliva, velkoobchodník s cukrem a knihkupec Skřejšovský. Rakouský ministr Schaeffle uznal, že Praha má značný národohospodářský význam a má tedy nárok mít vlastní trh cenných papírů. Na základě povolení ministra financí a obchodu tak byla 23. 3. 1871 úspěšně založena Bursa pro zboží a cenné papíry.⁷⁸ Pro zajištění prostředků na založení a hospodaření burzy upsalo 402 zakladatelů částku 29 870 zlatých. Ještě před založením burzy, v únoru 1871, byl schválen burzovní řád a v dubnu téhož roku byl úředně vydán. Vrcholným orgánem, jež zajišťoval správu burzy, byl ustanoven burzovní výbor; stalo se tak na první valné hromadě zakladatelů v březnu 1871.

Na burze se tehdy obchodovalo s cennými papíry, ale i s velkou škálou zboží. Ve velkém se zde obchodovalo obilí, ale i další zemědělské plodiny hrály v obchodování svou roli. Vznik burzy však neznamenal konec pro obchodování na volném trhu. Burzovní výbor se snažil veškerý obchod s obilím přenést na burzu; jednak tím, že připravil pravidla obchodování (tzv. uzance) pro zemědělské plodiny a dále tím, že snížil vstupné na burzu a posunul burzovní dobu do odpoledních hodin. Tyto snahy však kýžený efekt nepřinesly. Obilí tedy velký úspěch nezaznamenalo, zato přišel úspěch při soustředění obchodu s cukrem. Pražská burza se dokonce stala centrem obchodování s cukrem pro celé Rakousko-Uhersko. Byť hrál cukr takto významnou roli, obchod s ním byl roku 1915 zastaven a po 1. světové válce již obnoven nebyl; obchodoval se dále jen mimo burzu.⁷⁹

⁷⁷ DĚDIČ, Jan. *Burza cenných papírů a komoditní burza*. 1. vydání. Praha: Prospektrum, 1992. 295 s. ISBN 80-85431-62-9., s. 40

⁷⁸ BENEŠ, Václav a MUSÍLEK, Petr. *Burzy a burzovní obchody*. Vyd. 2., aktualiz. a rozš. Praha: Informatorium, 1992. 252 s. ISBN 80-85427-00-1., s. 226

⁷⁹ DĚDIČ, Jan. *Burza cenných papírů a komoditní burza*. 1. vydání. Praha: Prospektrum, 1992. 295 s. ISBN 80-85431-62-9., s. 40-41

3.2.2. Poválečné období

S vypuknutím 1. světové války byl oficiální obchod zakázán a veškeré burzy byly uzavřeny, mezi nimi i burza Pražská. K obnovení činnosti Pražské burzy došlo 3. února 1919 a oproti předválečnému stavu, kdy měla Pražská burza spíše provincionální postavení vůči burze Vídeňské, začaly obchody značně růst. Tento „boom“ však neměl dlouhého trvání a 26. února 1919 byla burza opět uzavřena, jelikož tehdejší ministr financí Alois Rašín nařídil měnovou odluku, aby se zabránilo inflačním tendencím přicházejícím z Rakouska a Maďarska. Měna byla značně devalvována, poté došlo k náhlému zhodnocení snížením oběživa na polovinu, přičemž zadržaná polovina byla přeměněna na půjčku s úrokem ve výši 1% a pak byla československá koruna postupně zhodnocována až na předválečnou úroveň. Radikální plán přinesl ovoce a k inflaci nedošlo, narozdíl od Rakouska, kde se zhroutil měnový a finanční systém a na burze ve Vídni nastala krize.

4. srpna 1919 byla Pražská burza opět otevřena. Vzhledem ke stagnaci Vídeňské burzy se kapitál začal přesouvat do sousedních států, včetně Československa. Na Pražské burze se obchodovaly akcie významných společností, a i když v Československu byla velice stabilní situace, kurzy těchto akcií byly stále velice nízké. To se kolem roku 1923 doneslo investorům z cizích států, což znamenalo značný příliv kapitálu. Tento vzestup Pražské burzy v podstatě znamenal ztrátu vídeňské nadvlády. Burze se velmi dařilo a její vzestup přivedl tolik zájemců, že se v roce 1927 skoro zdvojnásobil rozsah obchodů. V roce 1928 ale situace přestávala být příznivá a rok 1929 přináší ještě větší ochlazení trhu a velké poklesy na většině světových burz. Burzovní krize se dále prohlubuje v roce 1930, k čemuž mimo jiné přispívá i neklidná mezinárodní politická situace. Světová krize stále sílila, politické napětí rostlo a u obchodníků se vůči burze projevil značný pesimismus. To vše vyvrcholilo v roce 1931, kdy Pražskou burzou otřásl vůbec největší pokles za celou dobu krize. Po nepříznivém období let 1929-1932 přišlo v letech 1933-1934 oživení trhu s akciemi i obligacemi. V roce 1936 ovlivnily burzovníctví různé politické události, ale proběhla i jistá konjunktura; koncem roku na Pražské burze dokonce přišlo strmé zvýšení kurzů. Události spojené s příchodem 2. světové války však pro Pražskou burzu znamenaly konec a ta byla 21. 9. 1938 uzavřena. Burza sice nikdy formálně zrušena nebyla, k jejímu obnovení však po roce 1945 nedošlo. Vzhledem k tomu,

že tou dobou v Československu přebíral moc totalitní režim to však není nikterak překvapující.

Rád bych se ještě zmínil o tom, jak tehdejší Pražská burza fungovala. Byla samozřejmě právníckou osobou a tedy samostatným nositelem práv a povinností. Organizaci burzy a její činnost upravovaly stanovy schválené ministrem financí a obchodu. Jejich obsahem bylo:

- způsob zřízení, práva a povinnosti orgánů burzy,
- podmínky nabývání a ztráty členství na burze,
- práva a povinnosti členů, tresty při porušení povinností,
- způsob rozhodování sporů plynoucích z burzovních obchodů.

Chod burzy zabezpečovala Pražská burzovní komora, sestávající z 24 burzovních radů, kteří byli voleni na 3 roky. V čele komory stál předseda a jeho tři náměstci. Jak předsedu tak jeho náměstký volila komora ze svých řad každý rok. Burzovní komoře náleželo zastupovat burzu a vykonávat zejména tyto úkoly:

- zprostředkování informací o obchodu s cennými papíry úřadům,
- stanovení doby burzovního shromáždění,
- rozhodování o členství na burze a návštěvnicích burzy,
- vyšetřování disciplinárních přečinů burzovního publika,
- určení způsobu likvidace burzovních obchodů,
- zjišťování úředních kurzů,
- jmenování úředníků burzovní komory,
- správa burzovního jmění,
- jmenování burzovního dohodce, atd.

Všech porad burzovní komory se zúčastňoval burzovní komisař ustanovený ministerstvem financí, jež vykonávalo dohled na burzou.

Účastníci burzovních obchodů byli rozděleni do několika skupin. Jednalo se v první řadě o „členy“ - museli mít zaplacenou vstupenku na burzu nepřetržitě po dobu tří let; další skupinou byli „návštěvníci“ - měli sice zaplacenou vstupenku, ale ještě nenabývali členství na burze; další byli „zmocněnci“ - to byli zaměstnanci firem či osob zastoupených na burze; poslední byli „hosté“ - těm byl vstup povolen po zakoupení denní vstupenky. Ke členům burzy ještě můžeme zahrnout burzovní dohodce (tzv. senzálové), burzovního komisaře, úředníky a zaměstnance burzy. Pokud chtěl někdo povolení ke stálé návštěvě burzy, musel podat žádost burzovní komoře, která ji důkladně prozkoumala a žadatele buď na burzu připustila nebo jeho žádost zamítla. Žádost musela obsahovat jméno

žadatele, účel burzovní návštěvy, údaje o hospodářské situaci potenciálního účastníka burzy a zmocněnce společnosti na burze. Podotýkám, že některé osoby byly předem z návštěvy burzy vyloučeny. Jednalo se o ženy, osoby neplnoleté, úpadce, kteří nesplnili své burzovní závazky a osoby zbavené volebního a obchodního práva.

Samotné obchodování probíhalo buď ve „šraňku“ nebo v „kulise“. Obchod ve šraňku zabezpečovali senzálové a každý z nich obstarával obchod s vybranými cennými papíry. Těmto dohodcům byl kromě obchodu s cennými papíry svěřen i obchod s devizami, valutami, mincemi a drahými kovy, přičemž počet senzálů byl vždy pevně stanoven; jmenovala je zemská politická správa na návrh burzovní komory po splnění daných požadavků, náročné zkoušky a složení přísahy politické správě. Dohodcům bylo zakázáno provozovat obchody na vlastní účet. Směli obchody pouze zprostředkovávat, za což jim náleželo dohodné. Nad jejich činností vykonával dohled burzovní komisař. Kulisa byla určena pro obchodování bez prostředníka, přímo mezi členy burzy a měla svůj vlastní obchodní řád. K obchodování zde byly určeny jen některé cenné papíry, a to akcie Živnobanky, Škoda, Křížik a Poldi. Mimo šraňk mohli na burze obchodovat ještě tzv. agenti, jak volně tak na svůj účet. Agenti obchodovali s nekotovanými cennými papíry (tzv. exoty), což byly cenné papíry, které nemohly být obchodovány na oficiálním trhu, poněvadž nesplňovaly stanovené podmínky k burzovnímu obchodu nebo je daná společnost nepřihlásila k záznamu.

Rád bych ještě přiblížil, jaké cenné papíry se v té době na Pražské burze obchodovaly. Byly to cenné papíry, které posoudila burzovní komora, a rozhodla, zda je doporučí ke kotaci a navrhne k obchodování na burze. Zda se cenné papíry budou obchodovat a zaznamenají se v úředním kurzovním lístku pak rozhodl ministr financí. Kurzovní lístek uváděl úřední kurzy cenných papírů stanovené každý den po skončení burzovní doby; měl 9 oddílů a vypadal asi takto:

- 1) Československý státní dluh
- 2) Veřejné půjčky tuzemské, veřejné půjčky cizozemské
- 3) Československé státní železniční dluhopisy
- 4) Zástavní listy a dlužní úpisy (peněžní ústavy československé, fondy, peněžní ústavy cizozemské, průmyslové podniky)
- 5) Prioritní obligace drah
- 6) Losy

- 7) Akcie bank a pojišťoven
- 8) Akcie dopravních podniků
- 9) Akcie průmyslových podniků⁸⁰

3.2.3. Konec 20. století a současnost

Jak již bylo řečeno, po 2. světové válce u nás k obnově burzy nedošlo. Snahy o založení burzy přišly až za dlouhá léta s pádem totalitního režimu po listopadu 1989. Tyto snahy však nebyly jednotné a vyústily v přijetí dvou samostatných burzovních zákonů. Jednalo se o zákon o burze cenných papírů a zákon o komoditních burzách. Komoditní burzy vznikaly o něco rychleji. Už 15. ledna 1991 vznikl přípravný výbor Pražské komoditní agrární burzy a o založení burz se zemědělským zbožím se začalo usilovat také v Bratislavě, Brně či Olomouci. Ještě před přijetím příslušných zákonů vznikla jako akciová společnost např. všeobecná komoditní burza v Bratislavě, taktéž již v roce 1991.⁸¹

Co se týče burz cenných papírů, Bratislava předběhla Prahu, jelikož bratislavská burza cenných papírů vznikla 21. 12. 1990. Stalo se tak na základě usnesení vlády Slovenské republiky a v Československu se začal rozvíjet sekundární trh.⁸² Obrození burzy v Praze začíná také v roce 1991. Vznikl totiž přípravný výbor pro založení Burzy cenných papírů Praha. Tvořilo ho 8 bank a v roce 1992 byl přetransformován na zájmové sdružení. Jakmile byl přijat zákon o burze, sdružení bylo přeměněno v obchodní společnost Burza cenných papírů Praha, a.s. a ta byla zapsána 24. listopadu 1992 do Obchodního rejstříku.⁸³ První obchody na půdě pražské burzy proběhly 6. dubna 1993.⁸⁴ Z počátečních 7 obchodovaných titulů se koncem roku 1993 počet obchodovatelných emisí vyhoupl na 980. Poptávka zahraničních investorů rostla a na podzim roku 1993 kurzy začaly prudce stoupat. Nárůst pokračoval i v prvním čtvrtletí roku 1994 a 10. března bylo dosaženo vrcholu. Investoři však začali opouštět trh a došlo k prudkému poklesu, jež byl způsoben zejména nedostatečnou likviditou

⁸⁰ BENEŠ, Václav a MUSÍLEK, Petr. *Burzy a burzovní obchody*. Vyd. 2., aktualiz. a rozš. Praha: Informatorium, 1992. 252 s. ISBN 80-85427-00-1., s. 227-235

⁸¹ DĚDIČ, Jan. *Burza cenných papírů a komoditní burza*. 1. vydání. Praha: Prospektrum, 1992. 295 s. ISBN 80-85431-62-9., s. 42

⁸² BENEŠ, Václav a MUSÍLEK, Petr. *Burzy a burzovní obchody*. Vyd. 2., aktualiz. a rozš. Praha: Informatorium, 1992. 252 s. ISBN 80-85427-00-1., s. 238

⁸³ V zakladatelské smlouvě je uvedeno celkem 19 zakládajících subjektů

⁸⁴ Burza cenných papírů Praha : Prague Stock Exchange. *BCPP : Prague Stock Exchange* [online]. Copyright © 2019 Burza cenných papírů Praha, a.s. [cit. 12.03.2019]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/o-nas/burza-cennych-papiru-praha/>

některých akcií. Tento problém mělo vyřešit vyřazení nelikvidních akcií z trhu (celkem 1376 emisí). Ke zlepšení situace došlo v roce 1998. V květnu byl představen nový obchodní systém SPAD, na který investoři zareagovali velmi pozitivně. Další úspěchy na sebe nenechaly dlouho čekat. V roce 2002 se začalo obchodovat s první zahraniční akciovou emisí společnosti Erste Bank a rok 2004 byl pro burzu významným zařazením do seznamu neamerických burz bezpečných pro investory i přistoupením ČR do Evropské unie, jelikož se tím burza stala řádným členem Federace evropských burz (FESE).⁸⁵ Prestiž stoupla i v roce 2006, kdy se začalo obchodovat s investičními certifikáty, futures a warranty. Důležitým okamžikem byla i změna vlastnické struktury; většinovým vlastníkem se v roce 2008 stala burza ve Vídni (Wiener Börse) a v roce 2009 se pražská burza stala součástí skupiny CEE Stock Exchange Group zahrnující burzy ve Vídni, Praze, Budapešti i Lublani a to ve výsledku znamenalo i zavedení nového obchodního systému XETRA.⁸⁶

3.3. Vývoj českého burzovního práva

3.3.1. Burzovní právo do roku 1918

Jak je zřejmé, počátky právní upravy burz na našem území je nutno hledat již v Rakousku-Uhersku, jehož jsme byli součástí. Tím úplně prvním předpisem, který platil i u nás, byl patent Marie Terezie, vydaný 14. 7. 1761. Tímto patentem byla založena burza ve Vídni pro obchod s cennými papíry. Předpis byl na svou dobu poměrně kvalitní a dosti podrobný. Definoval účel burzy jako centrum pro obchod s cennými papíry a zakazoval jejich obchodování mimo burzu. Mimo to upravoval předmět burzovního obchodu, burzovní dobu, místo konání burzovních shromáždění, zprostředkování obchodu oprávněnými senzály, dohodné a zavedl i policejní dozor nad burzou. Vídeňská burza však úspěch nezaznamenala. Bylo to způsobeno zejména válečnými událostmi, které vedly až k brzkému zániku burzy.

Další patent o zřízení burzy byl vydán 1. 8. 1771. Stejně jako předchozí patent, i tento zřídil burzu s cennými papíry, valutami a devizami; obchodování se zbožím na burze dovoleno nebylo. Předpis upravoval organizaci burzy a burzovních obchodů, přičemž obsahoval 31 článků. Byla rozšířena burzovní

⁸⁵ VESELÁ, Jitka. *Burzy a burzovní obchody: výchozí texty ke studiu*. Vyd. 1. Praha: Oeconomica, 2005. 190 s. ISBN 80-245-0939-3., s. 113-114

⁸⁶ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích. 2., aktualiz. vyd.* Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9., s. 120-121

doba a burzovní shromáždění se tak konala denně. Přístup na burzu byl umožněn všem mužům s tím, že vyloučeny byly slabomyslné osoby a úpadci. U patentu došlo ke dvěma změnám. První změna nastala dekretem Dvorské komory 17. 11. 1810 a druhá výnosem ministerstva financí č. 452/1850 ř.z. Změny značně omezily vstup na burzu, a to pouze pro továrníky, velkoobchodníky a kupce. Zakázány byly obchody ovlivňující kurz a byl zdůrazněn zákaz obchodování mimo burzu.

V roce 1854 byl vyhlášen zákon č. 200/1854 ř.z., o Vídeňské peněžní burse a nabyt účinnosti 1. 1. 1855. Skládal se z částí o burze a burzovních obchodech, o burzovních dohodcích a jednatelích a o úřadech ve věcech burzovních. Opět došlo ke změně v úpravě účasti na burzovních shromážděních, která mohli navštěvovat všichni muži, kteří zaplatili burzovní poplatek. Burzovní obchod zprostředkovávali senzálové a soukromí dohodci (agenti). Orgánem správním a zároveň i soudním byla burzovní komora. Na správu a stanovování kurzů dohlížel zeměpanský komisař.

V Evropě druhou polovinou 19. století nastal rozmach burz na zboží a dorazil i do Rakouska, kde do té doby žádný předpis vznik komoditních burz neumožňoval. V roce 1860, konkrétně 28. 2., byl tedy patentem císaře Františka Josefa I. vydán Zákon o bursách na zboží a senzálech, jež nabyt účinnosti 1. 4. 1860 a sestával z 58 paragrafů rozdělených na čtyři části. Zákon ulehčoval nákup a prodej obchodního zboží, ale i zlata, stříbra a opět upravoval orgány burzy, senzály, komisaře atp.

V roce 1863 byl vydán Uvozovací zákon ke Všeobecnému obchodnímu zákoníku a zčásti zrušil oba burzovní zákony, nicméně tento stav netrval dlouho, neboť roku 1875 došlo k nové úpravě. Byl vydán zákon č. 67/1875 ř.z., o organizaci burs a zrušil oba dosavadní předpisy v oblastech, které sám upravoval. Tento předpis byl v podstatě zákonem rámcovým. Trend se ubíral směrem k posílení samosprávy burz, a proto se úprava vnitřních poměrů burzy ponechávala v režii burzovních stanov. Zákon umožnil například i zřízení rozhodčího soudu za účelem projednávání sporů z obchodování. V roce 1875 vyšel i druhý poměrně důležitý zákon, a to zákon č. 68/1875 ř.z., o obchodních dohodcích či senzálech. Šlo v podstatě o novou verzi úpravy části Všeobecného obchodního zákoníku, která se věnovala senzálům (konkrétně § 60 a násl.).

Poslední úprava, ke které v rakouském burzovním právu došlo, se odehrála v roce 1903. Jednalo se o novelu Zákona o organizaci burs, jež byla provedena

zákonem č. 10/1903 ř.z., omezovala samostatnost plodinových burz a zakazovala lhůtní obchody s obilím a mlýnskými výrobky.

Jen krátce zmíním území Slovenska, kde platilo uherské právo, které obecnou úpravu burzovníctví neobsahovalo. Bylo zde upraveno jen právní postavení senzálů a burzovního rozhodčího soudu.⁸⁷

3.3.2. Burzovní právo v letech 1918 – 1948

Vznik nového samostatného československého státu v roce 1918 znamenal samozřejmě i vznik nového právního řádu, bez kterého nemůže žádný stát existovat. Jak je ale zřejmé, nebylo v moci zákonodárců okamžitě upravit veškeré právní poměry v zemi. Proto byl ihned v den vzniku Československa vydán zákon č. 11/1918 Sb. z. a n., aby právní poměry v zemi byly nějakým způsobem ošetřeny. Zákon byl ve své podstatě jakousi recepční normou, a tedy stanovil, že veškeré zákony, které platily na území nového státu před jeho vznikem, zůstávají v platnosti i nadále v tom rozsahu, v jakém neodporují nově nastoleným a nově vznikajícím poměrům. I když se jednalo o prozatímní řešení, v mnoha oblastech práva tento stav přetrvával velice dlouhou dobu, a to i v případě burzovního práva. Jak jsem již zmiňoval, po vzniku Československa zde panoval právní dualismus, kdy v českých zemích platilo rakouské právo a na Slovensku právo uherské; tak tomu bylo i v oblasti burzovního práva.

V českých zemích po vzniku Československa přetrvaly dvě burzy, konkrétně Pražská burza pro cenné papíry a zboží a Pražská plodinná burza. Zmíněná recepční norma zachovala ve vztahu k úpravě burzovníctví tyto stěžejní předpisy:

- zákon č. 58/1860 ř.z., o bursách na zboží a senzálech pro zboží,
- zákon č. 1/1863 ř.z., jímž se uvozuje Všeobecný obchodní zákoník,
- zákon č. 67/1875 ř.z., o organizaci burs, ve znění zákona č. 10/1903 ř.z.,
- zákon č. 68/1875 ř.z., o obchodních dohodcích či senzálech,
- zákon č. 11/1895 ř.z., jímž se uvádí zákon o soudním řízení v občanských věcech sportných

⁸⁷ DĚDIČ, Jan. *Burza cenných papírů a komoditní burza*. 1. vydání. Praha: Prospektrum, 1992. 295 s. ISBN 80-85431-62-9., s. 25-28

- nařízení č. 78/1903 ř.z., kterým se zrušují předpisy platné na zemědělských bursách pro obchodní podmínky a pro vyřizování bursovních obchodů a zapovídají se obchody s obilím nebo mlýnskými výrobky na základě předpisů pro termínový obchod platných,
- nařízení č. 79/1903 ř.z., jak se povolávají členové do správ zemědělských burs

Situace na území Slovenska byla v tomto období o dost horší. V roce 1918 žádná slovenská burza neexistovala a kromě úpravy dohodeců a burzovního rozhodčího soudu zde žádná jiná, natož obecná úprava burzovního práva nebyla. Až v roce 1922 byl vydán zákon č. 69/1922 Sb. z. a n., o plodinové burse v Bratislavě a o zákazu termínových obchodů s obilím a mlýnskými výrobky na Slovensku a v Podkarpatské Rusi, který v podstatě kopíroval zmiňované rakouské burzovní zákony platné v českých zemích.

Jelikož v podstatě k žádné zcela nové zákonné úpravě nedošlo a opakoval bych jen dříve uvedené, zmíním z mého pohledu jen dvě nejpodstatnější skutečnosti tehdejšího burzovního práva. Burza byla samosprávnou právnickou osobou a orgán burzovní správy vydával stanovy burzy, které upravovaly její vlastní organizaci a obsahovaly následující:

- vymezení zboží obchodovatelného na burze,
- podmínky vzniku členství na burze a důvody jeho zániku,
- vymezení osob, jimž bylo povoleno navštěvovat burzu,
- práva a povinnosti členů a návštěvníků burzy,
- způsob opatřování prostředků na činnost burzy,
- způsob ustanovení burzovní rady, jejích orgánů a jejich práva a povinnosti,
- náležitosti platného usnesení burzovní správy, způsob jeho vyřizování a vyhlašování,
- úprava narovnávání a rozhodování sporů z burzovních obchodů,
- nakládání se jměním burzy v případě jejího zániku

Tím druhým důležitým prvkem tehdejší úpravy, který chci zmínit, byl státní dohled. Ten byl v režii burzovního komisaře a zemské politické správy, nicméně nad nimi stály ještě ústřední orgány státní správy, především ministerstvo zemědělství a ministerstvo financí a obchodu, která oplývala těmito důležitými pravomocemi:

- udílení souhlasu ke zřízení burzy (jen v českých zemích),
- schvalování stanov burzy a jejich změn,
- odvolání a rozpuštění burzovní rady a ustanovení dočasné správy,
- dočasné nebo trvalé uzavření burzy,
- schvalování regulativu pro zjišťování kurzů a regulativu upravujícího postavení soukromých dohodců na plodinových burzách⁸⁸

3.3.3. Burzovní právo koncem 20. století a v současnosti

Zákony týkající se burzovníctví, které platily po roce 1918 nikdy nebyly výslovně zrušeny, nicméně po téměř 50 letech burzovního „vákua“ bylo třeba zastaralou právní úpravu aktualizovat. Proto byl v roce 1992 Federálním shromážděním přijat zákon č. 214/1992 Sb., o burze cenných papírů. Tento zákon upravoval právní postavení burzy cenných papírů, její vnitřní organizaci, burzovní obchod, přijetí cenného papíru k burzovnímu obchodu, určování kurzu cenných papírů, vypořádání burzovních obchodů, postavení burzovních dohodců, řešení sporů z burzovních obchodů, sankce za porušení zákona, státní dozor a určení příslušnosti orgánu státní správy ve věcech burz cenných papírů.

Jako druhý stěžejní předpis v oblasti burz byl přijat zákon č. 229/1992 Sb., o komoditních burzách, který upravil právní postavení komoditní burzy, vnitřní organizaci, členství, burzovní obchod, určování kurzů, vypořádání burzovních obchodů, řešení sporů z obchodování, postavení burzovních dohodců, sankce za porušení zákona, státní dozor a zrušení i zánik burzy. Zákon o komoditních burzách je platný dodnes, konkrétně ve znění účinném od 1. 7. 2017.

Byť tyto dva zákony byly základním kamenem pro úpravu burzovního práva, k dosažení komplexní právní úpravy bylo zapotřebí i dalších zákonů. Těmi byly zejména základní soukromoprávní kodexy, a to obchodní zákoník, občanský zákoník a občanský soudní řád. Tehdejší obchodní zákoník (zák. č. 513/1991 Sb.) upravoval postavení obchodních společností, kam spadají i burzy a základní smluvní typy využívané při burzovních obchodech. Občanský zákoník (zák. č. 40/1964 Sb.) upravoval hlavně důvody neplatnosti burzovních obchodů a kontraktační proces. Občanský soudní řád (zák. č. 99/1963 Sb.) upravoval rozhodování sporů z burzovních obchodů před soudem. Pro burzovní právo však

⁸⁸ DĚDIČ, Jan. *Burza cenných papírů a komoditní burza*. 1. vydání. Praha: Prospektrum, 1992. 295 s. ISBN 80-85431-62-9., s. 28-32

byly důležité i další soukromoprávní a veřejnoprávní předpisy. Z veřejnoprávních to byl správní řád (zák. č. 71/1967 Sb.), jež upravoval postup příslušných státních orgánů ve vztahu k rozhodování záležitostí ohledně burz a burzovních obchodů, pak zákon Slovenské národní rady č. 418/1991 Sb., o státní kontrole a zákon České národní rady č. 552/1991 Sb., o státní kontrole, podle nichž postupovali burzovní komisaři na komoditních burzách vykonávající státní dozor, a ještě zákon České národní rady č. 474/1992 Sb. o opatření v soustavě ústředních orgánů státní správy České republiky, který určoval příslušné orgány státní správy ve věcech komoditních burz. Významnými soukromoprávními předpisy byly ty, které upravovaly cenné papíry, s nimiž se na burze obchodovalo. Zmíněný obchodní zákoník upravoval akcie, pak zde existoval zákon č. 530/1990 Sb., o dluhopisech a zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech obsahující úpravu podílových listů (později byl zrušen zákonem č. 189/2004 Sb. o kolektivním investování). Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech upravoval náležitosti cenných papírů, postavení obchodníků s cennými papíry, ochranu investorů, státní dozor atp. Konečně zmíním zákon č. 21/1992 Sb. o bankách, jež upravuje oprávnění bank při obchodování s cennými papíry a je účinný dodnes.⁸⁹

Stejně jako všechny oblasti práva u nás procházejí četnými změnami, mění se i podoba práva burzovního. V současnosti můžeme hovořit v podstatě o pěti oblastech týkajících se burzovního práva. První oblast čítá úpravu cenných papírů. Základem je zde občanský zákoník (zák. č. 89/2012 Sb.), který zrušil zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech a podává definici cenného papíru, emise cenného papíru, zaknihovaného cenného papíru, přeměny cenných papírů atd. Dále je důležitý zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (o obchodních korporacích), jehož význam tkví zejména v právní úpravě akcií a akciových společností. Dalšími předpisy z oblasti cenných papírů jsou:

- zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech (nahradil z. č. 530/1992 Sb.),
- zákon č. 307/2000 Sb., o zemědělských skladních listech a zemědělských veřejných skladech,
- vyhláška č. 403/2000 Sb., kterou se určují druhy zemědělského zboží, na něž je možné vystavovat zemědělské skladní listy, a podmínky pro provozování zemědělských veřejných skladů,

⁸⁹ DĚDIČ, Jan. *Burza cenných papírů a komoditní burza*. 1. vydání. Praha: Prospektrum, 1992. 295 s. ISBN 80-85431-62-9., s. 43-45

- vyhláška č. 323/2012 Sb., o vzoru žádosti o souhlas Ministerstva financí k vydání komunálních dluhopisů a obsahu jejích příloh,
- vyhláška č. 2/2019 Sb., o evidenci krytých bloků

Druhá oblast se týká podnikání na kapitálovém trhu. Klíčový je v této oblasti zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, který zrušil a nahradil zákon č. 214/1992 Sb., o burze cenných papírů. Upravuje organizátora regulovaného trhu, poskytování služeb v oblasti kapitálového trhu, ochranu kapitálového trhu a investorů a veřejnou nabídku investičních cenných papírů atd. Podstatné jsou i předpisy následující:

- vyhláška č. 233/2009 Sb., o žádostech, schvalování osob a způsobu prokazování odborné způsobilosti, důvěryhodnosti a zkušenosti osob,
- vyhláška č. 234/2009 Sb., o ochraně proti zneužívání trhu a transparentci,
- zákon č. 408/2010 Sb., o finančním zajištění,
- vyhláška č. 58/2006 Sb., o způsobu vedení samostatné evidence investičních nástrojů a evidence navazující na samostatnou evidenci investičních nástrojů,
- vyhláška č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb,
- vyhláška č. 309/2017 Sb., o žádostech a oznámení podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu,
- vyhláška č. 319/2017 Sb., o odborné způsobilosti pro distribuci na kapitálovém trhu,
- vyhláška č. 424/2017 Sb., o informačních povinnostech některých osob podnikajících na kapitálovém trhu

Třetí oblast se týká investičních společností a investičních fondů. Základním pilířem je zde zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech (zrušil zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování); ten upravuje podmínky pro obhospodařování a administraci investičních fondů a zahraničních investičních fondů a nabízení investic do těchto fondů. Tento zákon doplňují a podpírají další předpisy, zejména tyto:

- nařízení vlády č. 243/2013 Sb., o investování investičních fondů a o technikách k jejich obhospodařování,

- vyhláška č. 244/2013 Sb., o bližší úpravě některých pravidel zákona o investičních společnostech a investičních fondech,
- vyhláška č. 246/2013 Sb., o statutu fondu kolektivního investování,
- vyhláška č. 247/2013 Sb., o žádostech podle zákona o investičních společnostech a investičních fondech,
- vyhláška č. 249/2013 Sb., o oznamování údajů obhospodařovatelem a administrátorem investičního fondu a zahraničního investičního fondu České národní bance

Čtvrtá oblast se vztahuje k dohledu nad kapitálovým trhem, kde hrají hlavní roli některá ustanovení zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance a pak zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu.

Do páté oblasti burzovního práva řadím zákon č. 229/1992 Sb., o komoditních burzách, který jsem již zmiňoval výše.

Jak je vidno, burzovní právo je u nás obsaženo ve značném počtu právních předpisů, z nichž jsem jmenoval ty zásadní, nicméně jsem toho názoru, že jeho úprava je poměrně komplexní.

4. Obchodování na Burze cenných papírů Praha, a.s.

4.1. Základní údaje

Burza cenných papírů Praha (BCPP) je soukromou akciovou společností, která byla založena v roce 1992 a obchodování zahájila v roce 1993. Hlavním akcionářem je v současné době holding CEESEG AG (Central Eastern Europe Stock Exchange Group) a vlastní přes 99% akcií – majiteli jsou v podstatě rakouské banky. BCPP je organizátorem regulovaného trhu a podléhá právní úpravě zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (§37 a násl.), nicméně burza provozuje taktéž neregulovaný trh. Dozor nad burzou je oprávněna vykonávat Česká národní banka. Na BCPP se obchodují akcie, dluhopisy, investiční certifikáty, warranty, podílové listy fondů, akcie fondů aj., přičemž obchodování probíhá jak na vlastní účet, tak na účet zákazníků a veškeré obchody uzavřené v obchodním systému jsou anonymní; identifikace je přístupná pouze burze.⁹⁰

BCPP je největším a zároveň nejstarším organizátorem trhu u nás. Obchodování probíhá skrze obchodníky s cennými papíry s patřičnou licencí, jež jsou také členy burzy. Jsou to zejména významné banky a makléřské společnosti, na které se investoři musí obrátit, pokud na burze chtějí obchodovat. BCPP má i svou dceřinnou společnost a společně s ní tvoří skupinu PX. Členem této skupiny je vedle BCPP Centrální depozitář cenných papírů, a.s. (CDCP), který zabezpečuje vypořádání obchodů s cennými papíry. Se skupinou PX úzce spolupracuje společnost POWER EXCHANGE CENTRAL EUROPE, a.s. (PXE), jejímž třetinovým vlastníkem je právě BCPP. Společnost PXE pak slouží jako obchodní základna pro obchodování s elektřinou a zemním plynem. Kredit BCPP dále ještě zvyšuje její členství ve Federaci evropských burz (od roku 2004) a místo v seznamu burz bezpečných pro investory, do něhož ji zařadila americká Komise pro cenné papíry a burzy.⁹¹

⁹⁰ HOROVÁ, Jana. *Obchodování na BCPP, a.s.* [přednáška]. Praha: Burza cenných papírů Praha, a.s., 27. 3. 2018.

⁹¹ Burza cenných papírů Praha : Prague Stock Exchange. *BCPP : Prague Stock Exchange* [online]. Copyright © 2019 Burza cenných papírů Praha, a.s. [cit. 26.03.2019]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/o-nas/burza-cennyh-papiru-praha/>

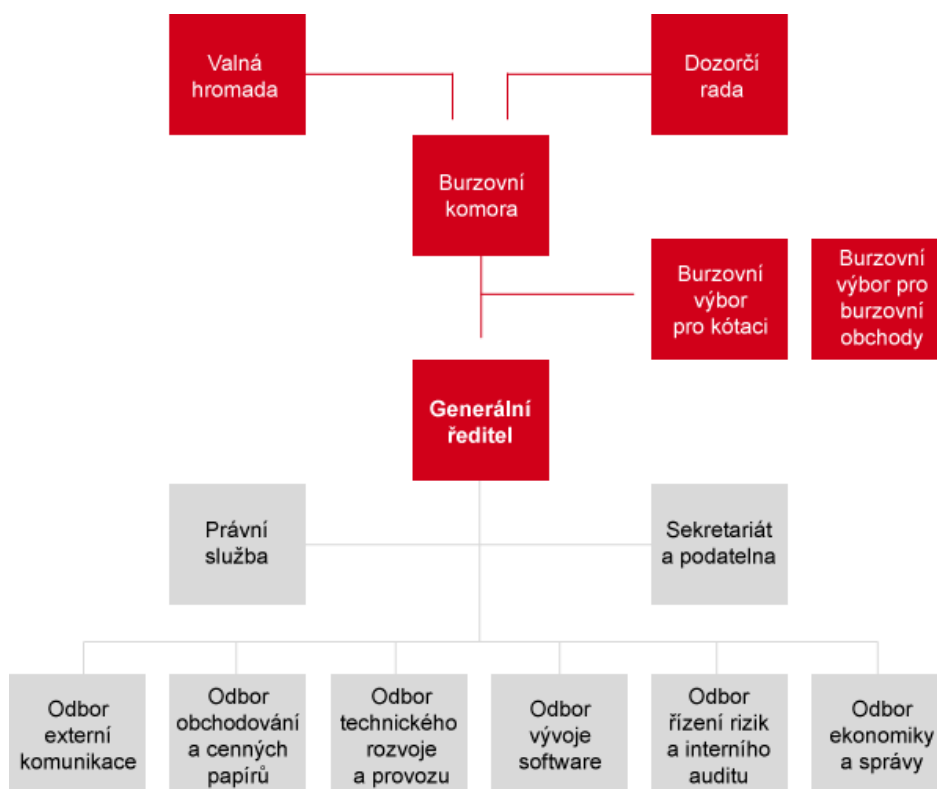
4.2. Struktura burzy a její orgány

Jako akciová společnost musí mít BCPP k zajištění svého chodu samozřejmě ustanoveny příslušné orgány. Nejvyšším orgánem burzy je valná hromada. Statutární orgán je zde kolektivní a je jím burzovní komora. Na výkon působnosti burzovní komory a uskutečňování činnosti burzy dohlíží šestičlenná dozorčí rada. Na činnosti burzy se podílejí i burzovní výbory, konkrétně výbor pro kotaci a výbor pro burzovní obchody. Orgánem burzy je i generální ředitel, který řídí provoz burzy a jejích zaměstnanců, vykonává usnesení burzovní komory, jejímž je předsedou a může být i členem či předsedou výborů; ze své činnosti je odpovědný burzovní komoře a musí mít k výkonu své funkce souhlas České národní banky. Tyto a další pravomoci generálního ředitele plynou ze stanov burzy a ještě podrobněji je upravují Burzovní pravidla. Generální ředitel BCPP je v současnosti také členem představenstva holdingu CEESEG, členem představenstva vídeňské burzy (Wiener Börse), předsedou představenstva společnosti CDCP a taktéž předsedou burzovní komory společnosti PXE.⁹²

Orgány BCPP jsou upraveny ve stanovách burzy, přičemž se subsidiárně použije Zákon o podnikání na kapitálovém trhu, Zákon o obchodních korporacích a občanský zákoník.

⁹² Veřejný rejstřík a Sběrka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky. *Stanovy Burzy cenných papírů Praha, a.s.* [online]. Copyright © 2012 [cit. 28.03.2019]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=49406440&subjektId=432155&spis=74488>

Obrázek č. 2: Struktura BCPP



Zdroj: Burza cenných papírů Praha, a.s., dostupné z:

<https://www.pse.cz/o-nas/burza-cennych-papiru-praha/organy-a-struktura-burzy/>

4.2.1. Valná hromada

Valnou hromadu BCPP upravují její stanovy v člancích 16 – 24. Valná hromada jako nejvyšší orgán burzy jedná a rozhoduje ve všech otázkách náležejících do její výlučné působnosti podle zákona nebo stanov. Účastnit se jednání valné hromady jsou oprávněni všichni akcionáři a mohou na něm podávat návrhy a požadovat vysvětlení. Hlavní pravomoci valné hromady jsou schvalování a změna stanov, rozhodnutí o zvýšení či snížení základního kapitálu burzy, volba a odvolání členů burzovní komory a dozorčí rady, případně členů výborů, schvalování zásad činnosti burzy a hospodaření burzy na následující účetní období, zrušení burzy s likvidací, schvalování vnitřních předpisů burzy a další pravomoci uvedené v čl. 17 stanov.

Nejméně jednou za rok se musí konat řádná valná hromada, nejpozději 30. června každého roku; je nutné na ní projednat schválení řádné účetní závěrky a způsob rozdělení zisku nebo úhrady ztráty. Všichni akcionáři musejí být obeznámeni s termínem konání valné hromady vhodným způsobem, nejpozději 20 dnů před jejím konáním. Valná hromada je usnášeníschopná za přítomnosti

akcionářů vlastnících akcie se jmenovitou hodnotou přesahující 30% základního kapitálu burzy. V případě, že se v den konání valné hromady nesejde usnášeníschopný počet akcionářů, burzovní komora svolává náhradní valnou hromadu bez zbytečného odkladu, která se musí konat do 6 týdnů ode dne původní valné hromady.⁹³

4.2.2. Burzovní komora

Jak bylo již řečeno, burzovní komora plní funkci statutárního orgánu burzy a vystupuje v roli představenstva v souladu se Zákonem o obchodních korporacích. Může také pověřit zastupováním další osoby. Valná hromada vždy pro konkrétní období určuje počet členů v souladu se stanovami, tedy 3 – 6 členů. Členové jsou voleni na dobu 5 let dvoutřetinovou většinou hlasů přítomných akcionářů a valná hromada je může stejným způsobem kdykoliv odvolat. Volbou nového člena zaniká funkce stávajícího člena, přičemž je možná i opětovná volba. Další důvody zániku členství jsou uplynutí funkčního období, vzdání se funkce, odvolání a úmrtí člena. Činnost burzovní komory řídí její předseda.

Burzovní komora má pravomoc rozhodovat ve všech záležitostech burzy, pokud je právní předpisy nebo stanovy burzy nesvěřují valné hromadě, dozorčí radě nebo jinému orgánu. Jedná se zejména o řízení činnosti a obchodní vedení burzy, schvalování rozpočtu burzy, vedení účetnictví, udělování souhlasu s prodejem akcií burzy atd. Komora zasedá podle potřeby a nebo na základě písemné žádosti kteréhokoliv člena komory; rozhoduje prostou většinou za přítomnosti alespoň poloviny členů.⁹⁴

4.2.3. Dozorčí rada

Stejně jako burzovní komora i dozorčí rada má 3 – 6 členů, které volí valná hromada na 5 let nadpoloviční většinou hlasů přítomných akcionářů. Členem dozorčí rady nemůže být člen burzovní komory, prokurista nebo jiná osoba oprávněná jednat jménem burzy. Rada zasedá dle potřeby, zpravidla v sídle burzy. Zánik členství je spojen zejména s uplynutím funkčního období, vzdáním

⁹³ Veřejný rejstřík a Sběrka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky. *Stanovy Burzy cenných papírů Praha, a.s.* [online]. Copyright © 2012 [cit. 28.03.2019]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=49406440&subjektId=432155&spis=74488>

⁹⁴ Veřejný rejstřík a Sběrka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky. *Stanovy Burzy cenných papírů Praha, a.s.* [online]. Copyright © 2012 [cit. 28.03.2019]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=49406440&subjektId=432155&spis=74488>

se funkce, odvoláním, úmrtím člena nebo volbou nového člena, jež nahrazuje původního. Dozorčí radě přísluší dohlížet na řádný výkon působnosti burzovní komory a uskutečňování činnosti burzy. Její členové mají pravomoc nahlížet do všech dokladů a záznamů ohledně činnosti burzy, kontrolovat vedení účetních zápisů burzy a kontrolovat také činnost burzy v tom ohledu, zda je vedena v souladu s právními předpisy, stanovami a pokyny valné hromady. Dozorčí rada má v čl. 35 stanov přiznány i jiné další pravomoci a také jí přísluší zastupování burzy v řízení před soudy a jinými orgány.⁹⁵

4.2.4. Burzovní výbory

V rámci burzy fungují dva výbory. Jedním je Burzovní výbor pro kotaci, který má na starost přijímání cenných papírů k obchodování na hlavním trhu a podílí se na kontrole dodržování informačních povinností emitentů, jež vyplývají z burzovních pravidel. Druhým výborem je Burzovní výbor pro burzovní obchody, v jehož náplni práce je řešení návrhů a podnětů souvisejících s obchodováním (parametry obchodování, zavádění nových produktů atd.).⁹⁶

Burzovní výbory zřizuje burzovní komora jako stálé nebo dočasné a stanoví pravidla jejich jednání. Skladba členů je poměrně pestrá; objevují se mezi nimi členové burzovní komory, odborníci na problematiku kapitálového trhu, finanční investoři, zástupci emitentů investičních nástrojů a jiní odborníci. Členem výborů může být i generální ředitel. Schůze výborů probíhají podle potřeby založené na povaze jejich činnosti.⁹⁷

4.3. Členové burzy

Jak už jsem naznačil výše, obchodovat na BCPP je možné pouze prostřednictvím obchodníků s cennými papíry, kteří jsou členy burzy a jsou k tomu oprávněni licenci udělenou Českou národní bankou. Aby mohl být člen na burzu přijat, musí podat náležitou žádost, jejíž schválení spadá do kompetence

⁹⁵ Veřejný rejstřík a Sběrka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky. *Stanovy Burzy cenných papírů Praha, a.s.* [online]. Copyright © 2012 [cit. 28.03.2019]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=49406440&subjektId=432155&spis=74488>

⁹⁶ Orgány společnosti : Prague Stock Exchange. *BCPP : Prague Stock Exchange* [online]. Copyright © 2019 Burza cenných papírů Praha, a.s. [cit. 26.03.2019]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/o-nas/burza-cennych-papiru-praha/organy-a-struktura-burzy/organy-spolecnosti/>

⁹⁷ Veřejný rejstřík a Sběrka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky. *Stanovy Burzy cenných papírů Praha, a.s.* [online]. Copyright © 2012 [cit. 28.03.2019]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=49406440&subjektId=432155&spis=74488>

Burzovní komory. K uzavírání obchodů jsou také v souladu se zákonem o podnikání na kapitálovém trhu oprávněny Česká národní banka a Česká republika (zastoupena Ministerstvem financí). Podmínky účasti na burzovních obchodech jsou upraveny v Pravidlech členství BCPP a Pravidlech obchodování BCPP.⁹⁸

Členství na burze se věnují zejména Burzovní pravidla – část II. (Pravidla členství). Ty stanoví, že členem burzy se může stát právnická osoba splňující veškeré podmínky dané platnou legislativou, tedy především zákonem o podnikání na kapitálovém trhu, burzovními pravidly a rozhodnutími burzovních orgánů. Každý člen burzy má určitá práva a povinnosti, která se řídí zákonem, burzovními pravidly a smlouvou o členství. Člen burzy je pak na základě členství oprávněn uzavírat burzovní obchody, přičemž vždy jedná vlastním jménem na vlastní účet nebo na účet jeho zákazníka. Z pravidel členství také plyne, že na vznik členství není právní nárok.

Čl. 3 Pravidel členství pak stanoví podmínky členství, kterými jsou zejména:

- Příslušná licence dozorového orgánu domovského státu člena
- Souhlas Burzovní komory
- Smlouva o členství na burze
- Smlouva o technickém napojení na obchodní systém burzy
- Smlouva o zajištění vypořádání obchodů

Všichni členové burzy mají při splnění jistých dalších podmínek také přístup ke službám poskytovaným burzou, přičemž mají vůči burze i určité informační povinnosti. V případě, že člen poruší své povinnosti z členství plynoucí, může ho burza sankcionovat, a to smluvní pokutou až do výše půl milionu korun, uveřejněním skutečnosti, že člen porušil burzovní pravidla nebo rozhodnutím o pozastavení členství na burze. Burza může členovi burzy jeho členství kdykoliv odejmout, a to v případech stanovených čl. 14 Pravidel členství, například z důvodu neplnění závazků člena plynoucích ze smluv s burzou, pokud člen poruší předpisy proti praní špinavých peněz, snaží se manipulovat s trhem atp. Členství na burze pak může zaniknout 3 způsoby uvedenými v čl. 15 Pravidel členství – doručením písemné výpovědi členství ze strany člena, odnětím členství na základě rozhodnutí burzy a nebo nabytím účinnosti rozhodnutí o uložení

⁹⁸ HOROVÁ, Jana. *Obchodování na BCPP, a.s.* [přednáška]. Praha: Burza cenných papírů Praha, a.s., 27. 3. 2018.

sankce, kterou se trvale odnímá povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry.⁹⁹

Počet členů burzy se od jejího založení různě měnil. V roce 1993, kdy burza zahájila svou činnost, měla kolem 60 členů. V následujících letech počet členů rostl a historicky nejvyššího počtu členů burza dosáhla v roce 1996, kdy jich měla přes 100. Od té doby jejich počet začal rapidně klesat a v roce 2000 měla burza už jen něco kolem 50 členů. I nadále pak členů ubývalo; jen zřídka došlo k nepatrnému nárustu. Dnes má burza už jen 16 obchodujících členů (18 pokud počítáme Českou národní banku a Ministerstvo financí). Je dobré poznamenat, že do roku 2008 bylo zhruba 50% členů v pozici akcionářů burzy, než se majoritním akcionářem stala vídeňská burza. Členy burzy jsou jak české, tak zahraniční společnosti. Z českých mohu jmenovat například společnosti jako je Česká spořitelna, a.s., Československá obchodní banka, a.s., Fio banka, a.s., Komerční banka, a.s., Patria Finance, a.s., BH Securities, a.s. Ze zahraničních to jsou například Erste Group Bank AG, Raiffeisen Centrobank AG nebo Société Générale S.A. Celý seznam členů je pak dostupný na webových stránkách BCPP.¹⁰⁰

4.4. Burzovní trhy

Na BCPP funguje vedle sebe několik různě členěných trhů. Burza je podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu organizátorem regulovaného trhu, který je upraven ve stejném zákoně, konkrétně v § 55 a násl. Vedle regulovaného trhu burza organizuje také oficiální trh (podle § 65 a násl. zákona o podnikání na kapitálovém trhu). Na regulovaném trhu se obchodují v podstatě všechny investiční nástroje – akcie, dluhové cenné papíry, strukturované produkty (investiční certifikáty a warranty) i cenné papíry kolektivního investování (ETF, cenné papíry fondů). Na prestižnějším oficiálním trhu se pak obchodují akcie a dluhopisy. K obchodování s akciemi na oficiálním trhu slouží dva segmenty, prestižnější Prime Market a Standard Market, na které se zaměřuji níže. Mimo tyto zákonem přísně regulované trhy burza ještě provozuje mnohostranný obchodní systém, který nepodléhá tvrdé úpravě regulovaného trhu a jeho

⁹⁹Burzovní pravidla – část II. (Pravidla členství) : Prague Stock Exchange. *BCPP : Prague Stock Exchange* [online]. Copyright © 2019 Burza cenných papírů Praha, a.s. [cit. 26.03.2019]. Dostupné z: https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE_Pravidla_clenstvi.pdf

¹⁰⁰HOROVÁ, Jana. *Obchodování na BCPP, a.s.* [přednáška]. Praha: Burza cenných papírů Praha, a.s., 27. 3. 2018.

fungování upravuje převážně burza pomocí svých pravidel. Mnohostranný obchodní systém se ještě dělí na Free Market (akcie, dluhové cenné papíry, strukturované produkty, ETF) a START Market (akcie) specifikovaný níže.¹⁰¹

4.4.1. Prime Market

Na tomto segmentu oficiálního trhu jsou obchodovány jednak největší, ale také nejprestižnější emise akcií (tzv. blue chips) tuzemských i zahraničních společností. Aby mohly být emise akcií konkrétní společnosti přijaty k obchodování na tomto trhu, musí splňovat přísné zákonné podmínky oficiálního trhu a nebo zákonné podmínky regulovaného trhu. Jelikož se jedná o nejprestižnější segment trhu, společnosti, které chtějí, aby se zde jejich akcie obchodovaly, musí splňovat vysoké standardy. Mezi tři nejdůležitější kritéria patří tržní kapitalizace¹⁰² emise 1 000 000 EUR, minimálně 25% emise rozptýlených mezi veřejnost (tzv. free-float¹⁰³) a doba existence společnosti alespoň 3 roky. Společnost také musí plnit informační povinnosti, mít transparentní strukturu, definované plány, strategie a ukazatele plnění cílů, mezinárodně standardizované účetnictví, profesionální vedení atd.

Za účelem přijetí emise na Prime Market musí společnost předložit zejména tyto dokumenty:

- žádost o přijetí
- prospekt cenného papíru
- doklad o přidělení ISIN¹⁰⁴ nebo obdobného identifikačního kódu
- podepsanou rámcovou smlouvou mezi společností a burzou
- doklad centrálního depozitáře o zaregistrování emise
- výpis z obchodního rejstříku nebo odpovídající zahraniční evidence
- společenskou smlouvu nebo stanovy společnosti (obdobný dokument v souladu s právem domovského státu společnosti)
- pokud se emise řídí zákonnými podmínkami oficiálního trhu, musí být doloženy i roční účetní závěrky za poslední 3 roky

Rozhodování o přijetí či nepřijetí emise na Prime Market je v pravomoci burzovního výboru pro kotaci, který rozhodne ve lhůtě 30 dnů od doručení

¹⁰¹ Trhy : Prague Stock Exchange. *BCPP : Prague Stock Exchange* [online]. Copyright © 2019 Burza cenných papírů Praha, a.s. [cit. 26.03.2019]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/obchodovani/trhy/>

¹⁰² součin počtu akcií a ceny jedné akcie

¹⁰³ akcie volně obchodované, které nadržují strategičtí vlastníci

¹⁰⁴ International Securities Identification Number - mezinárodní identifikační číslo cenného papíru

žádosti. Na přijetí akcií k obchodování není právní nárok. Žádost o přijetí akcií na Prime Market musí obsahovat jednak údaje o emitentovi (např. obchodní firma nebo název, sídlo, identifikační číslo, výši základního kapitálu atd.) a také údaje o emisi akcií (např. ISIN, druh a forma akcií, objem emise, jmenovitá hodnota atd.). Výše uvedené a veškeré další podmínky přijetí akcií k obchodování na Prime Market upravuje zákon o podnikání na kapitálovém trhu a Burzovní pravidla – část VI.¹⁰⁵

4.4.2. Standard Market

Tento segment oficiálního trhu sice není tak prestižní jako Prime Market, nicméně i tak se zde obchodují velké, poměrně prestižní a likvidní akcie českých a zahraničních společností. Stejně jako u trhu Prime Market i zde platí, že přijímání emisí akcií se řídí buď zákonnými podmínkami oficiálního trhu nebo regulovaného trhu. Na Standard Market lze rovněž přijmout akcie i bez souhlasu jejich emitenta, v případě, že jsou obchodovány na jiném regulovaném trhu v Evropské unii. Pokud se přijímání akcií na tento trh řídí podmínkami oficiálního trhu, platí pro ně logicky stejná pravidla jako u Prime Marketu, tedy tržní kapitalizace emise musí dosahovat výše 1 000 000 EUR, free-float alespoň 25% a emitent akcií musí existovat minimálně 3 roky. I v případě tohoto segmentu má emitent povinnost plnit informační povinnosti a stejně tak i žadatel, v situaci, kdy jsou přijímány k obchodování akcie bez souhlasu emitenta – žadatel musí burze zasílat veškeré informace uveřejňované emitentem akcií na jiném regulovaném trhu.

Dokládané dokumenty potřebné k přijetí emise na Standard Market jsou v podstatě totožné s těmi pro Prime market, s tím rozdílem, že u zaknihovaných cenných papírů je nutný doklad centrálního depozitáře o zaregistrování emise (jako u Prime Marketu), ale v případě listinných cenných papírů se dokládají 4 vzory listinného cenného papíru.

Rozhodnutí o přijetí akcií k obchodování zde není v pravomoci burzovního výboru pro kotaci, nýbrž v pravomoci generálního ředitele burzy, který rozhodne ve lhůtě 10 dnů od doručení žádosti. Za emitenta může podat žádost o přijetí akcií

¹⁰⁵ Prime Market : Prague Stock Exchange. *BCPP : Prague Stock Exchange* [online]. Copyright © 2019 Burza cenných papírů Praha, a.s. [cit. 27.03.2019]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/obchodovani/trhy/prime-market/>

k obchodování pověřený člen burzy a v tom případě pak k žádosti musí být přiložena plná moc emitenta.

Veškeré podmínky a předpoklady k přijetí akcií na Standard Market, povinnosti emitenta atd. jsou upraveny zákonem o podnikání na kapitálovém trhu a Burzovními pravidly – částí VII.¹⁰⁶

4.4.3. START Market

Tento trh je, jak bylo řečeno, součástí mnohostranného obchodního systému a nepodléhá tak tvrdé regulaci jako trhy regulované. V podstatě je určen menším začínajícím společnostem, které shánějí kapitál pro své investice. Jedná se o společnosti s hodnotou od 25 milionů korun do 2 miliard korun. Na společnosti nejsou kladeny tak vysoké nároky jako v případě regulovaných trhů, pro přijetí stačí zjednodušený prospekt cenného papíru, české účetní standardy atd. Na trhu START se neobchoduje kontinuálně jako na jiných trzích, ale v předem stanovených dnech (tzv. START days). Společnosti se přihlašují do aukce za účelem získání kapitálu nebo prodeje části či celku firmy. Ve dnech obchodování pak má každá společnost prostor pro prezentaci svých plánů a úspěchů případným investorům, a to z důvodu zvýšení jejich zájmu a zajištění větší pravděpodobnosti úspěšného obchodu. V průběhu aukce pak dochází ke střetu nabídky emitentů a poptávky investorů. Primární upisování akcií probíhá na START days třikrát až čtyřikrát ročně, přičemž pravidelně se obchoduje každý měsíc prostřednictvím aukce.

Stejně jako na jiných trzích, i zde je potřeba k přijetí akcií k obchodování podat žádost, ta obsahuje podobné údaje jako u regulovaných trhů, tedy údaje o emitentovi (obchodní firma, sídlo, identifikační číslo, výše základního kapitálu atd.) a údaje o akciích (ISIN a FISN¹⁰⁷, forma a druh, objem emise, jmenovitá hodnota atd.). K žádosti pak musí být přiloženy další dokumenty, jako například doklad o přidělení ISIN, analytická zpráva vypracovaná členem burzy nebo autorizovaným analytikem, prospekt cenného papíru, stanovы emitenta, rámcová smlouva o přijetí akcií k obchodování na trh START apod. O přijetí emise akcií

¹⁰⁶ Standard Market : Prague Stock Exchange. *BCPP : Prague Stock Exchange* [online]. Copyright © 2019 Burza cenných papírů Praha, a.s. [cit. 27.03.2019]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/obchodovani/trhy/standard-market/>

¹⁰⁷ Financial Instrument Short Name

pak rozhoduje generální ředitel, a to do 10 dnů ode dne doručení žádosti. Veškerá pravidla pro trh START jsou upravena v Burzovních pravidlech – části XVI.¹⁰⁸

4.5. Obchodování

K obchodování na BCPP je využíván obchodní systém XETRA, který je jedním z nejvyžívanějších v Evropě. Užívá se k obchodování víceméně všech investičních nástrojů – akcií, dluhopisů, strukturovaných produktů i cenných papírů investičních fondů. Burza prostřednictvím své dceřinné společnosti, Centrálního depozitáře cenných papírů pak zabezpečuje i vypořádání uskutečněných obchodů a sjednocuje tak celý proces obchodování na veřejných trzích. Systém XETRA umožňuje obchodování pomocí 4 typů obchodních procedur, kterými jsou samostatná aukce, kontinuální obchodování, kontinuální aukce a blokové obchody, přičemž já se v této práci zaměřuji na první tři jmenované.¹⁰⁹

4.5.1. Typy objednávek

Obchodování probíhá prostřednictvím objednávek na nákup nebo prodej vkládaných do knihy objednávek (pro každý cenný papír), přičemž každá objednávka musí splňovat určité náležitosti. Mezi povinné náležitosti objednávky patří identifikace cenného papíru (název, ISIN), směr (nákup nebo prodej), množství (počet kusů), cena, identifikace účastníka, který objednávku vkládá a účet (vlastní nebo klientův). Nepovinnými náležitostmi jsou pak platnost (pokud není stanovena je to automaticky jeden den), typ objednávky a parametry odpovídající danému typu objednávky.

¹⁰⁸ START Market : Prague Stock Exchange. *BCPP : Prague Stock Exchange*[online]. Copyright © 2019 Burza cenných papírů Praha, a.s. [cit. 27.03.2019]. Dostupné z: <https://www.pxstart.cz/cs>

¹⁰⁹ Informace o obchodování : Prague Stock Exchange. *BCPP : Prague Stock Exchange* [online]. Copyright © 2019 Burza cenných papírů Praha, a.s. [cit. 27.03.2019]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/obchodovani/informace-o-obchodovani/>

Typů objednávek je pak několik:

- Iceberg objednávky – trh nevidí celkový počet kusů, ale pouze tzv. „peak“. Jakmile je peak spárován, dojde ke zveřejnění další části objednávky.
- STOP objednávky - po dosažení stop limitu (překročení limitu u stop nákupní nebo pokles pod limit u stop prodejní) se objednávka vkládá jako tržní¹¹⁰ (STOP tržní) nebo limitní¹¹¹ (STOP limitní) objednávka a je možné ji okamžitě spárovat
- IOC objednávky („Immediate-Or-Cancel“) – objednávka je buď okamžitě uspokojena nebo zrušena (v případě částečného uspokojení je zbytek automaticky smazán)
- FOK objednávky („Fill-Or-Kill“) – objednávka musí být okamžitě zcela uspokojena nebo je okamžitě celá zrušena.
- BOC objednávky („Book-Or-Cancel“) – objednávka musí být spárována pasivně. To znamená, že musí být při vložení zařazena do knihy objednávek k uspokojení. Pokud je už v okamžiku vložení objednávky možné ihned ji uspokojit, jedná se o spárování aktivní a systém ji automaticky odmítne. Při aukci jsou BOC objednávky smazány, protože aukce je aktivní způsob párování.
- MTL objednávky („Market-To-Limit“) - objednávky jsou vkládány jako tržní. Za situace, že objednávka není zcela uspokojena, je do knihy objednávek zařazen zbývající počet kusů s limitní cenou, která je rovna ceně párování původní tržní objednávky.

Objednávky mohou mít také různou dobu platnosti:

- platnost 1 den (GFD – „Good-For-Day“) - objednávka platí jen pro konkrétní obchodní den
- omezená platnost (GTD – „Good-Till-Date“) - objednávka platí jen do určeného data, nejdéle 360 dní
- neomezená platnost (GTC – „Good-Till-Cancelled“) - objednávka platí, dokud není zcela spárována, a nebo dokud není zrušena obchodníkem či systémem¹¹²

¹¹⁰ příkazy bez uvedení ceny (objednávky jsou párovány za nejlepší dostupnou cenu)

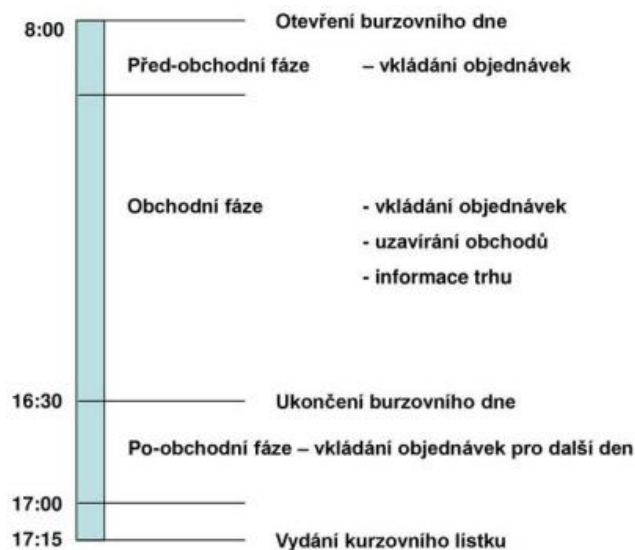
¹¹¹ příkazy, které budou provedeny za cenu uvedenou v objednávce (limitní cena) nebo lépe.

¹¹² Burzovní pravidla – část III. : Prague Stock Exchange. *BCPP : Prague Stock Exchange* [online]. Copyright © 2019 Burza cenných papírů Praha, a.s. [cit. 27.03.2019]. Dostupné z: https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE_Pravidla_samostatna_aukce_kontinualni_obchodovani.pdf

4.5.2. Samostatná aukce

Obchodní systém XETRA nabízí několik obchodních procedur, přičemž všechny se vždy řídí harmonogramem burzovního dne.

Obrázek č. 3: Harmonogram burzovního dne



Zdroj: *Burza cenných papírů Praha, a.s., HOROVÁ, Jana. Obchodování na BCPP, a.s. [přednáška]. Praha: Burza cenných papírů Praha, a.s., 27. 3. 2018.*

Samostatná aukce slouží pro akcie, podílové listy, upisovací práva a dluhové cenné papíry a sestává ze tří fází. První fází je vkládání objednávek, druhou stanovení aukční ceny a třetí dorovnávání převisu. Pokud se během obchodního dne nepodaří v aukci uspokojit všechny objednávky, zůstanou v knize objednávek do konání další aukce.

První fáze, tedy vkládání objednávek, se řídí harmonogramem obchodního dne, který stanoví pro konkrétní cenné papíry konkrétní dobu vkládání objednávek. V této fázi obchodníci s cennými papíry vkládají do systému nové objednávky, kotace¹¹³ a mohou také měnit a rušit dříve vložené objednávky. Během této fáze je otevřena kniha objednávek a zobrazuje se celá hloubka trhu. V případě, že objednávky lze spárovat, je zobrazována teoretická aukční cena, což je cena, která by byla stanovena, kdyby v daný okamžik skončila fáze vkládání objednávek a nastala by druhá fáze, stanovení aukční ceny. První fáze končí randomizací z důvodu zamezení manipulací s kurzy.

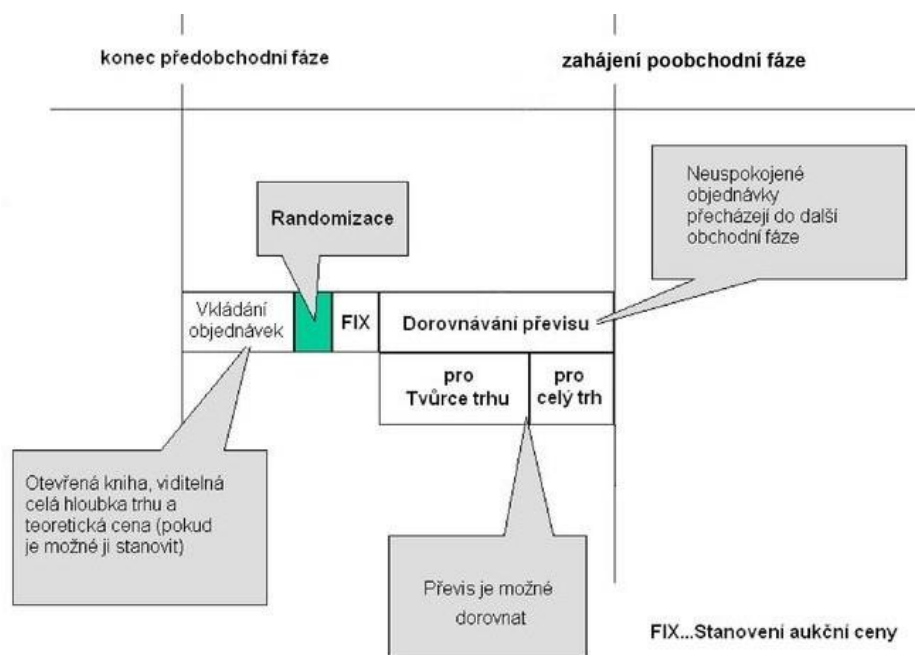
¹¹³ současné vložení objednávky na prodej a objednávky na nákup z důvodu udržování nabídky a poptávky

Druhá fáze stanovuje aukční cenu a trvá jen krátký okamžik. Aukční cena je stanovena podle stavu knihy objednávek na konci fáze vkládání tak, aby se zobchodovalo co nejvíce objednávek. Cena je určena také s ohledem na převis, který má být co nejmenší. Platí zde také pravidlo časové priority a tím je zajištěno, že u objednávek s limitní cenou bude jen částečně uspokojena maximálně jedna a zbytek uspokojen zcela. Může se stát, že vzhledem ke stavu knihy objednávek nebude možné spárovat aktivní objednávky; pak nebude možné určit ani aukční cenu a zobrazí se pouze nejlepší nabídka a nejlepší poptávka. Pokud ke stanovení aukční ceny dojde, obchodníci s cennými papíry jsou informováni o počtu uzavřených obchodů, ceně, času a počtu zobchodovaných kusů.

Poslední fáze dorovnání převisu nastane pouze tehdy, pokud u stanovené aukční ceny existuje převis objednávek, tedy není možné uspokojit všechny aktivní objednávky, které vyhovují stanovené ceně. Tyto objednávky jsou po určité době nabídnuty trhu a obchodníci je mohou zcela nebo částečně dorovnat vložím nových objednávek. Objednávky dorovnávané převis mohou být pouze typu IOC nebo FOK, jež jsem specifikoval výše. Jsou pak uspokojovány podle časové priority. Pokud nedojde k dorovnání převisu, částečně nebo zcela neuspokojené objednávky se převádí do dalšího obchodování. Na konci této fáze jsou obchodníkům poskytnuty stejné informace jako na konci stanovení aukční ceny.¹¹⁴

¹¹⁴ Burzovní pravidla – část III. : Prague Stock Exchange. *BCPP : Prague Stock Exchange* [online]. Copyright © 2019 Burza cenných papírů Praha, a.s. [cit. 27.03.2019]. Dostupné z: https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE_Pravidla_samostatna_aukce_kontinualni_obchodovani.pdf

Obrázek č. 4: Samostatná aukce



Zdroj: Burza cenných papírů Praha, a.s., Horová

4.5.3. Kontinuální aukce

Obchodní den je rozdělen do 3 hlavních fází, předobchodní, obchodní a poobchodní, s tím, že v době mezi poobchodní a předobchodní fází je systém uzavřen. Trvání jednotlivých fází a jejich návaznost stanovuje burza.

Předobchodní fází je zahájen obchodní den. Tato fáze slouží pro přípravu samotného obchodování a během ní mohou všichni obchodníci a tvůrci likvidity¹¹⁵ vkládat objednávky a kotace a také je měnit nebo rušit. Pokud je známý závěrečný kurz z předchozího dne, systém ho zobrazí.

Po skončení předobchodní fáze začíná obchodní fáze, kdy se objednávky párují v aukcích. Aukce má dvě hlavní fáze, respektive třetí volitelnou fázi. Hlavní fází je XPREC a pak fáze stanovení aukční ceny; volitelnou fází je CALL. XPREC a CALL fáze slouží všem účastníkům trhu k zadávání, změně a odstraňování objednávek. Členové burzy v pozici tvůrců likvidity mohou ještě vkládat nebo odstraňovat kotace.

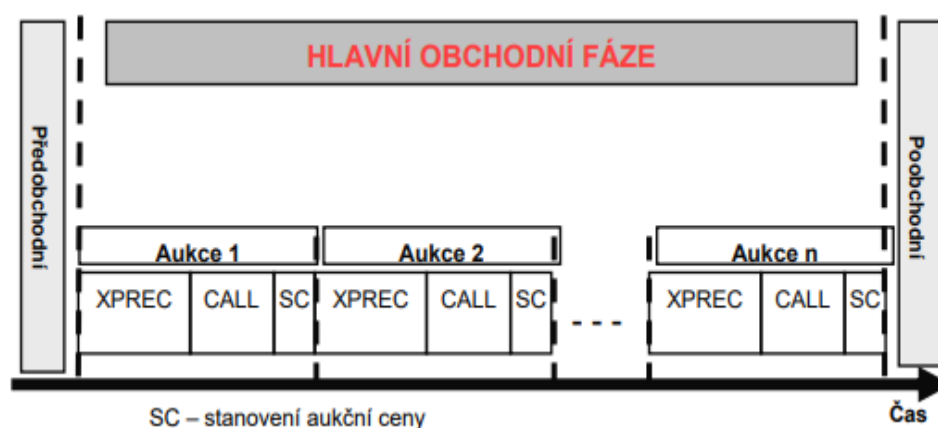
Na obchodní fázi navazuje poobchodní fáze, která ukončuje aukci, jakmile vyprší čas pro CALL fázi. Během poobchodní fáze lze stále měnit i odstraňovat objednávky, dokonce je lze i vkládat, nicméně ty se přesouvají do dalšího obchodního dne. Nelze však již vkládat kotace. Poobchodní fáze dále slouží

¹¹⁵ aktivní podpora pomocí vkládání kotací (u strukturovaných produktů)

ke zpracování obchodů daného dne. Kniha objednávek je uzavřena a je zobrazen pouze závěrečný kurz.

Kontinuální aukce je tedy v podstatě sled několika aukcí během hlavní obchodní fáze, s tím, že počet aukcí, období mezi dílčími aukcemi a trvání fáze XPREC určuje především tvůrce likvidity. Každá aukce, jak již bylo řečeno, má vždy dvě fáze – XPREC fázi a stanovení aukční ceny, přičemž mezi ně může a nemusí vstupovat fáze CALL. Z fáze XPREC může dojít k přímé změně do fáze stanovení aukční ceny, a nebo ke změně do CALL fáze. Z CALL fáze pak může dojít ke změně do fáze stanovení aukční ceny, ale i ke zpětné změně do XPREC fáze. Důvody změn jednotlivých fází Burzovní pravidla stanovují poměrně podrobně a specificky, nicméně zastávám názor, že není zcela nutné abych je zde uváděl. Pokud jde o aukční cenu, je stanovena za předpokladu, že vznikne potenciálně spárovatelná situace v rozpětí stanoveném kotací nebo na jeho hranici. Na stanovení aukční ceny mají vliv všechny kotace i objednávky. Aukční cenou rozumíme cenu, za níž lze uspokojit nejvyšší možný počet objednávek s nejnižším převisem v rámci cenového rozpětí kotace. Pokud existuje více cenových limitů se stejným nejvyšším uspokojitelným množstvím, aukční cena se stanoví na základě převisu. O provedených obchodech pak zúčastněné strany obdrží potvrzení.¹¹⁶

Obrázek č. 5: Kontinuální aukce



Zdroj: Burza cenných papírů Praha, a.s., dostupné z:

https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE_Pravidla_kontinualni_aukce.pdf

¹¹⁶ Burzovní pravidla – část IV. : Prague Stock Exchange. BCPP : Prague Stock Exchange [online]. Copyright © 2019 Burza cenných papírů Praha, a.s. [cit. 27.03.2019]. Dostupné z: https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE_Pravidla_kontinualni_aukce.pdf

4.5.4. Kontinuální obchodování

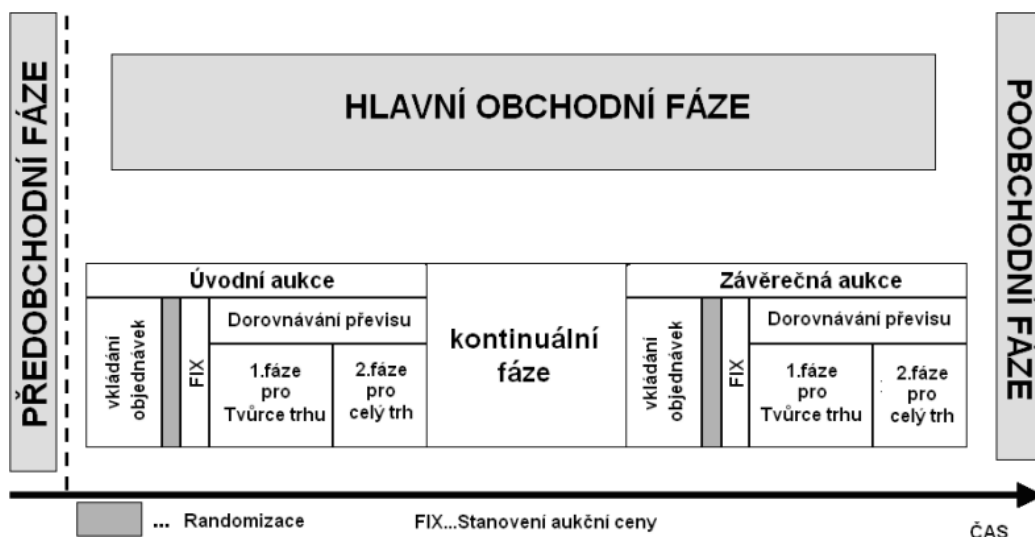
Tato obchodní procedura se dělí v podstatě na 3 části – Úvodní aukce, Kontinuální fáze a Závěrečná aukce. Úvodní aukce zahajuje kontinuální obchodování a má 3 fáze (stejně jako u samostatné aukce), tedy vkládání objednávek, stanovení aukční ceny a dorovnávání převisu. Do úvodní aukce se zařadí veškeré aktivní objednávky z předchozího dne a objednávky vložené daný obchodní den, pokud nejsou určeny pouze pro závěrečnou aukci. Proces úvodní aukce je jinak téměř totožný s procesem samostatné aukce (viz. bod 4.5.2 této kapitoly).

Po úvodní aukci nastupuje kontinuální fáze, během níž je otevřená kniha objednávek a zobrazuje se celkový počet objednávek a kusů cenných papírů pro jednotlivé cenové hladiny v rámci hloubky trhu. Průběžně je zjišťována možnost uspokojení účastníků obchodování, a to porovnáváním nových objednávek a kotací s aktuální knihou objednávek ihned v okamžik jejich vložení. K uspokojování objednávek pak dochází podle cenové a časové priority, přičemž objednávky lze uspokojit zcela, vůbec a nebo částečně (v jednom nebo ve více krocích). Účastníci obchodování jsou pak informováni o uzavřených obchodech, cenách, časech a počtech zobchodovaných kusů.

Poslední částí kontinuálního obchodování je závěrečná aukce, která se (stejně jako úvodní aukce) skládá z fáze vkládání objednávek, stanovení aukční ceny a dorovnávání převisu, a také pravidla pro jednotlivé fáze jsou naprosto shodná s pravidly úvodní aukce.¹¹⁷

¹¹⁷ Burzovní pravidla – část III. : Prague Stock Exchange. *BCPP : Prague Stock Exchange* [online]. Copyright © 2019 Burza cenných papírů Praha, a.s. [cit. 27.03.2019]. Dostupné z: https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE_Pravidla_samostatna_aukce_kontinualni_obchodovani.pdf

Obrázek č. 6: Kontinuální obchodování



Zdroj: Burza cenných papírů Praha, a.s., dostupné z:

https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE_Pravidla_samostatna_aukce_kontinualni_obchodovani.pdf

4.6. Indexy

Burzovní index je komplexní statistický ukazatel, který odráží vývoj celého burzovního trhu v podstatě v jednom čísle. Investor na základě indexu okamžitě pozná, jak se daný trh časově vyvíjí a jestli má momentálně spíše klesající nebo rostoucí tendenci. Index může být také podstatnou složkou všemožných analýz spojených s finančními trhy. V zásadě rozlišujeme dva základní druhy indexů, a to výběrové, obsahující jen vzorek nejprestižnějších akcií konkrétního trhu, a souhrnné, zahrnující veškeré akcie daného trhu.¹¹⁸

BCPP má v současné době 3 indexy, které jsou stavěné jako obchodovatelné a je možné je tedy použít jako základní hodnotu strukturovaných produktů a derivátů. Indexy počítá, zveřejňuje a licencuje vídeňská burza (Wiener Börse).¹¹⁹

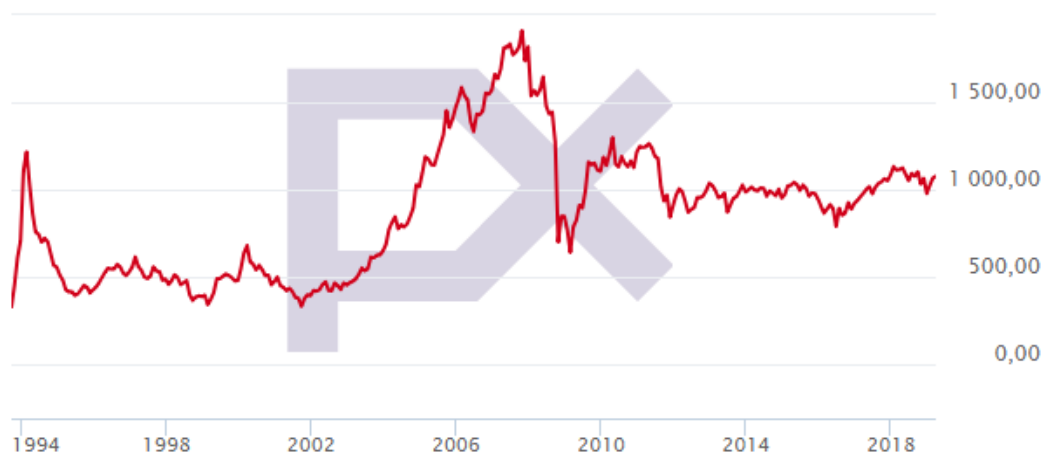
¹¹⁸ RUML, Michal. *K čemu slouží a jak se počítají burzovní indexy?*. [online]. Copyright © 2019 Mladá fronta, a.s. [cit. 27.03.2019]. Dostupné z: <https://investice.finance.cz/zpravy/finance/124924-k-cemu-slouzi-a-jak-se-pocitaji-burzovni-indexy/>

¹¹⁹ Popis indexů : Prague Stock Exchange. BCPP : Prague Stock Exchange [online]. Copyright © 2019 Burza cenných papírů Praha, a.s. [cit. 27.03.2019]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/indexy/popis-indexu/>

4.6.1. Index PX

Index PX je oficiální cenový index BCPP, který zahrnuje nejlikvidnější akcie a je počítán v reálném čase, to znamená s každou změnou kurzu některé ze zahrnutých emisí. Je počítán od 5. dubna 1994, tehdy ještě jako Index PX-50 (bázi tvořilo 50 emisí), který nahradil v roce 2006, přičemž jeho počáteční hodnota byla stanovena na 1000 bodů. Je počítán každý den v čase 9:00 – 16:28. Tvoří ho 12 bazických emisí, z nichž 3 největší jsou Komerční banka (20,8 %), ČEZ (19,9 %) a Erste Group bank (18,8 %).¹²⁰ Z důvodu udržení kvality a stability indexu se báze indexu čtvrtletně aktualizuje. To zajišťuje Komise pro správu burzovních indexů, která zasedá vždy první obchodní den po posledním burzovním dni v únoru, květnu, srpnu a listopadu.¹²¹

Obrázek č. 7: Vývoj indexu PX



Zdroj: Burza cenných papírů Praha, a.s., dostupné z: https://www.pse.cz/indexy/hodnoty-indexu/graf/?ISIN=XC0009698371&ID_NOTATION=325088

4.6.2. Index PX-TR

Tento index je oficiální dividendový index BCPP a zahrnuje totožných 12 bazických emisí jako Index PX. Rozdíl oproti Indexu PX spočívá v tom, že ve výpočtu Indexu PX-TR jsou zahrnuty dividendové výnosy všech bazických emisí. Index PX-TR se počítá od 20. března 2006, kde výchozí hodnota začínala

¹²⁰ stav ke dni 28. 2. 2019

¹²¹ Index PX : Prague Stock Exchange. BCPP : Prague Stock Exchange [online]. Copyright © 2019 Burza cenných papírů Praha, a.s. [cit. 28.03.2019]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/indexy/popis-indexu/index-px/>

na 1554,60 bodech. Výpočet probíhá v reálném čase (9:00-16:28) a stejně jako u Indexu PX se čtvrtletně aktualizuje jeho báze.¹²²

Obrázek č. 7: Vývoj indexu PX-TR



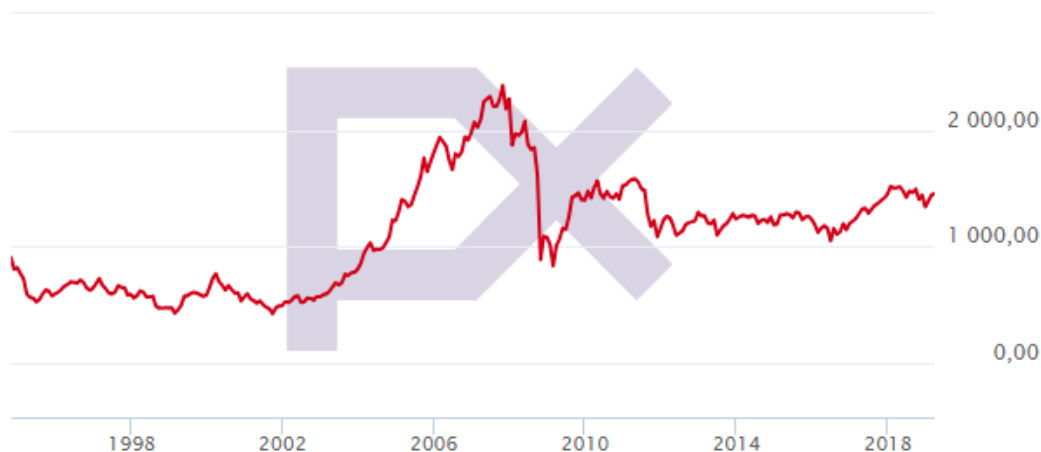
Zdroj: *Burza cenných papírů Praha, a.s.*, dostupné z: https://www.pse.cz/indexy/hodnoty-indexu/graf/?ISIN=CZ0160000019&ID_NOTATION=100043176

4.6.3. Index PX-GLOB

Index PX-GLOB slouží jako souhrnný index BCPP, což znamená, že jsou do jeho báze jsou zahrnuty všechny akciové emise. Dividendové výnosy se v případě tohoto indexu nezohledňují. Index je počítán od 30. září 1994 a jeho výchozí hodnota byla nastavena na 1000 bodů. K výpočtu dochází pouze jednou denně, a to po skončení burzovního dne za základě závěrečných kurzů (16:35). Obsahuje 19 bazických emisí, kde největší podíl mají emise ČEZ, Komerční banka, Erste Group bank, Avast a O2 ČR.

¹²² Index PX-TR : Prague Stock Exchange. *BCPP : Prague Stock Exchange* [online]. Copyright © 2019 Burza cenných papírů Praha, a.s. [cit. 28.03.2019]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/indexy/popis-indexu/index-px-tr/>

Obrázek č. 8: Vývoj indexu PX-GLOB



Zdroj: Burza cenných papírů Praha, a.s., dostupné z: https://www.pse.cz/indexy/hodnoty-indexu/graf/?ISIN=CZ0160000001&ID_NOTATION=70808984

4.7. Regulace

Nejdůležitější regulace finančních trhů v Evropě za poslední dobu přinesly 2 směrnice Evropské unie, nejdříve MiFID I (The Markets in Financial Instruments Directive) a následně MiFID II. Znění směrnice MiFID I předložil Evropský orgán pro cenné papíry a trhy – ESMA (The European Securities and Markets Authority). Směrnice nabyla účinnosti v létě 2014 a jejím úkolem bylo sjednotit pravidla pro jednotlivé kapitálové a finanční trhy v EU a ochrana investorů. Stanovila tak základní pravidla pro regulaci investičních nástrojů, poskytování investičních služeb, provádění rizik, auditů atp., hlášení informací o obchodech a pravidla pro evidenci.

Směrnice MiFID II v České republice nabyla účinnosti v lednu 2018. Zásadně zpřísnila podmínky pro obchodování, zavedla vyšší požadavky na obchodní místa a obchodníky a implementovala pravidla pro algoritmičké obchodování. Směrnice se soustředila zejména na zvýšení ochrany investorů a byla zavedena i možnost zakázat obchodování s investičními nástroji, které by mohly mít tendenci k ohrožování stability trhů. K celkové transparentnosti trhu má přispívat hlášení informací o emisích, všech obchodech a klientech. Jsou kladeny také určité požadavky na interní nastavení obchodníků s cennými papíry, povinné kapacity linek a technické parametry obchodních systémů atd.¹²³

¹²³ HOROVÁ, Jana. *Obchodování na BCPP, a.s.* [přednáška]. Praha: Burza cenných papírů Praha, a.s., 27. 3. 2018.

5. Vypořádání obchodů v Centrálním depozitáři cenných papírů, a.s.

5.1. Historie

Existence Centrálního depozitáře cenných papírů (CDCP) je datována již k roku 1993. V témže roce došlo k založení Burzovního registru cenných papírů, jež se přeměnil o tři roky později, tedy v roce 1996, na společnost UNIVYC, a.s. Až v roce 2010 se společnosti ujmul Středisko cenných papírů a započalo tak své působení v oblasti centrálního depozitáře, přičemž vystupovalo již pod jiným označením, tedy jako Centrální depozitář cenných papírů. Zároveň je nutné konstatovat, že je nedílnou součástí Evropské asociace centrálních depozitářů cenných papírů (ESCDA).¹²⁴

5.2. Současnost

Centrální depozitář cenných papírů je právnická osoba sídlící v České republice, jež obdržela povolení na základě implementace nařízení Evropské unie, které „upravuje zlepšení obchodů s cennými papíry v EU a centrální depozitáře cenných papírů.“¹²⁵ Primární funkce CDCP vyplývá již z jeho samotného názvu, tedy „spočívá ve vedení centrální evidence zaknihovaných cenných papírů a vypořádání obchodů s investičními nástroji.“ Jsou zde zaznamenány zaknihované cenné papíry, které byly vystaveny na území České republiky vedené ve dvoustupňové hierarchii, přičemž prvotní spravuje samotná CDCP a následně druhou „navazující, vedou tzv. účastníci CDCP, což jsou zejména obchodníci s cennými papíry.“ Existují zde dva typy majetkových účtů, přičemž 1. typem je účet vlastníka, což je označení osoby, jež je uvedena jako vlastník cenných papírů, a 2. typ nesoucí označení účet zákazníků je veden pro osobu, která je majitelem cenných papírů, avšak spravuje je pro něj CDCP. Nicméně platí, že v centrální evidenci, kterou spravuje CDCP, mohou být založeny jak účty vlastníků, tak i účty zákazníků, avšak v navazující evidenci figurují, respektive jsou zřízeny pouze účty vlastníků. Působení CDCP podléhá i samostatná evidence cenných papírů, ve které jsou zaznamenány především cenné papíry ze zahraničí,

¹²⁴ Co je CDCP : Centrální depozitář cenných papírů. [online]. Copyright © 2019 Centrální depozitář cenných papírů, a.s. [cit. 28.03.2019]. Dostupné z: <https://www.cdcp.cz/index.php/cz/onas/co-je-cdcp>

¹²⁵ §100 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

ale taktéž i listinné cenné papíry, dále sběrné dluhopisy a investiční nástroje derivátového typu. CDCP vede samostatnou agendu konkrétně pro státní spořicí dluhopisy Ministerstva financí ČR. Je nutné zohlednit, že je založena na principu členství a služby týkající se konkrétně vedení evidence cenných papírů a vypořádání obchodů jsou zajištěny pouze skrze své účastníky, kterými jak bylo výše zmíněno, jsou obchodníci s cennými papíry.¹²⁶

5.3. Vypořádání obchodů

Vypořádací systém zajišťuje pro účastníky CDCP činnosti v rámci burzovních i mimoburzovních obchodů. Co se týče vypořádání obchodů, konkrétně s cennými papíry, zajišťuje 2 činnosti, jimiž jsou: převod finančních prostředků a převod cenných papírů. Peněžní vypořádání CDCP probíhá v podobě debetování a naopak kreditování účtů jednotlivých bank v systému České národní banky (CERTIS), což je označení mezibankovního platebního systému, kdy se CDCP ocitá v pozici tzv. třetí strany. V případě vypořádání finančních prostředků dochází k diferenciaci na dva typy účastníků CDCP, jimiž jsou účastník - zúčtovací banka a nebankovní účastník. Zúčtovací banka je definována jako vnitrostátní, anebo naopak zahraniční peněžní ústav, který disponuje s bankovní licencí, jež mu byla udělena Českou národní bankou. Povinností je zřízení clearingového účtu a veškeré transakce, které daná banka uzavírá, probíhají právě skrze tento účet. Transakce, které se uskutečňují na účtu účastníka jsou buďto debetovány, což je vyúčtování, které se realizuje při nákupu cenných papírů, anebo naopak kreditovány, při prodeji cenných papírů. Co se týče druhého typu účastníka, jež nese označení nebankovní účastník, vyplývá již z jeho názvu, že se jedná buď o vnitrostátního nebo naopak zahraničního účastníka, jež ovšem nedisponuje bankovní licencí. Vzhledem k výše uvedeným informacím není jeho povinností založení clearingového účtu, jako je tomu u účastníků, kteří disponují bankovní licencí. Avšak musí být ujednáno smluvní přímus - nebankovní účastník musí mít zřízen clearingový účet u banky, kterou si vybere. V důsledku toho se pak banka, u které má nebankovní účastník zřízen clearingový účet, stává zúčtovací bankou. V případě vypořádání, jež probíhá na straně cenných papírů, dochází k převodu mezi dvěma stranami, jimiž jsou prodávající a kupující, na

¹²⁶ Co je CDCP : Centrální depozitář cenných papírů. [online]. Copyright © 2019 Centrální depozitář cenných papírů, a.s. [cit. 28.03.2019]. Dostupné z: <https://www.cdcp.cz/index.php/cz/onas/co-je-cdcp>

kteří jsou posléze transponovány cenné papíry. Vypořádání burzovních obchodů se uskutečňuje prostřednictvím „delivery versus payment“ (DVP), skrze člena burzy, jež uzavřel clearingovou smlouvu o svém účastenství s CDCP či naopak skrze účastníky CDCP, kteří ovšem nedisponují členstvím na burze, anebo pomocí clearingových agentů či členů nesoucích označení tzv. General Clearing Member, kteří zastupují v rámci vypořádání obchodníky, tedy tzv. „remote members“. Podmínky vypořádání zaručují neodvolatelnost a garanci ze strany Clearingového fondu CDCP. Vypořádání se uskutečňuje zpravidla v den, který je vypočítán v rámci vzorce, kde $S = T + 2$, přičemž T je právě den, kdy dochází k realizaci obchodu, respektive „den uzavření obchodu“ a S představuje den jeho vypořádání. V případě, že nedojde k plnění ať z jedné či z druhé strany, dochází k tomu, že je zachována lhůta v délce tří dnů na vypořádání ex post. Pokud ani po uplynutí této lhůty není obchod vypořádán, CDCP zruší tuto transakci a sjedná jiný obchod. CDCP následně osloví členy burzy, aby v tomto obchodě zastoupili stranu, jež zavinila nezrealizování původního obchodu. Jakmile dojde k realizaci jiného obchodu, doplatí strana, která selhala, vzniklý rozdíl mezi prvotním a náhradním obchodem.¹²⁷

¹²⁷ Vypořádací systém : Centrální depozitář cenných papírů. [online]. Copyright © 2019 Centrální depozitář cenných papírů, a.s. [cit. 28.03.2019]. Dostupné z: https://www.cdcp.cz/images/dokumenty/dokumenty_ucast/vyporadani/vyporadani_cz.pdf

6. Perspektivy trhu

Soudobý vývoj finančního trhu je do značné míry závislý na rozvoji dokonalejší výpočetní a komunikační techniky, a v souvislosti s tím i na schopnosti subjektů působících na finančním trhu takovou techniku správně a účelně využívat. Moderní a výkonná technika totiž umožňuje lépe a rychleji navazovat potřebná spojení mezi finančními subjekty trhu a v řádu sekund přenášet poměrně velké objemy dat. Tím je umožněno prakticky nepřetržitě získávat klíčové informace, vyhodnocovat je, pružně reagovat na veškeré změny a efektivně zpracovávat finanční transakce.

Na trhu neustále dochází v tvorbě nových moderních finančních nástrojů a tento trend má tendence ke stále většímu růstu. Evoluční proces začal zrychlovat koncem 20. století, samozřejmě také díky již zmíněné masové komputizaci. V poslední době lze v souvislosti s vývojem investičních nástrojů poukázat na určité tendence. Co se týče cenných papírů, převážně se obchoduje na promptních burzovních trzích a OTC-trzích. Značné popularitě se těší strukturované produkty, jež spojují vlastnosti klasických investičních nástrojů a derivátů. Rychlý rozvoj je pozorován také u úvěrových derivátů a úvěrových dluhopisů. S ohledem na deriváty můžeme konstatovat, že se majoritně odvozují od burzovních indexů a všelijakých podkladových košů, dost často od akciových. Hojně se také investiční nástroje derivují od reálných aktiv, a to zejména od komodit, někdy od komoditních burzovních indexů. Zcela nové investiční nástroje vznikají i slučováním investičních a pojišťovacích či platebních produktů atd. Tyto a jiné další novodobé trendy však mohou na trh kromě zajímavých investičních příležitostí přinášet i neodhadnutelná rizika. Tím je logicky vyvíjen tlak na tvorbu nových regulí, aby se vzniku rizik co možná nejefektivněji dalo zabránit. Regulace a dohled nad finančním trhem však v současné době příliš nedokáže držet krok s liberalizací podmínek pro vytváření nových investičních nástrojů a jejich obchodování. Nové investiční nástroje představují riziko zejména v tom, že v podstatě nejsou s reálnou ekonomikou svázány. Například derivátové nástroje jako strukturované produkty vytváří jakousi pyramidu, jejíž růst a pád přesně kopíruje růst a pád aktiv, od kterých jsou tyto nástroje odvozeny. Tyto a další podobně problematické nástroje se pak díky zaostalé mezinárodní regulaci téměř neomezeně a nekontrolovaně celosvětově šíří, a nic na tom nemění ani částečná regulace v některých státech. Podobných problémů na finančních trzích

v souvislosti s jejich prudkým rozvojem existuje více a v důsledku mohou mít negativní dopad na trhy po celém světě.¹²⁸

Co se týče momentální situace Burzy cenných papírů Praha, nemůžeme hovořit o žádném zásadním rozkvětu. Určitá pozitiva však najít lze. V roce 2018 byl na BCPP spuštěn trh START pro malé a střední společnosti z ČR, na který vstoupilo 5 emitentů s celkovou tržní kapitalizací 2,4 mld. Kč. Objemy obchodů v roce 2018 meziročně vzrostly; na akciovém trhu o 2,71 % na 142,548 mld. Kč, na dluhopisovém trhu o 49,15 % na 9,266 mld. Kč. Koncem roku přistoupil na trh 16. člen burzy, a to Erste Group Bank AG jako čtvrtý člen ze zahraničí. I přes tato pozitiva však hodnota Indexu PX poklesla meziročně o 8,5 % a hodnota Indexu PX-TR poklesla o 3,54 %.¹²⁹

Obecně BCPP za poslední dobu investory moc nepřitahuje, zejména pokud se jedná o akcie. Není to nijak překvapivé, jelikož Index PX poklesl za posledních deset let zhruba o 40 %, což je poměrně vysoké číslo, i když zohledňujeme finanční krizi. Celkový objem zobchodovaných majetkových cenných papírů v roce 2007 přesáhl bilion korun. V roce 2018 to bylo o 80 % méně. To je poměrně alarmující číslo, které v delším časovém horizontu jasně ukazuje klesající zájem investorů. Přes 60 % Indexu PX tvoří jen tři společnosti, a to Erste Group Bank AG, ČEZ a Komerční banka, přičemž s přičtením dalších dvou společností se dostáváme na 80 % indexu. Vývoj českého akciového trhu je tak v zásadě závislý pouze na pěti společnostech, a jakékoliv výkyvy akcií těchto společností mají na index zásadní dopad. Pozitivem pražské burzy oproti jiným burzám západních zemí jsou alespoň dividendové výnosy, které se na západě pohybují kolem 2 – 3 %, kdežto na pražské burze to je nyní kolem 5,3 %.¹³⁰

S přihlédnutím k výše uvedenému musím konstatovat, že budoucí vývoj Burzy cenných papírů Praha nevidím dvakrát pozitivně. V dlouhodobém horizontu objem obchodů klesá a příliš dobře na tom nejsou ani burzovní indexy. Pokud připočteme fakt, že vedle burz velikosti frankfurtské, vídeňské nebo varšavské se pražská burza spíše ztrácí, neodvažuji se tvrdit, že by se situace

¹²⁸ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6., s. 728-737

¹²⁹ Novinka : Prague Stock Exchange. *BCPP : Prague Stock Exchange* [online]. Copyright © 2019 Burza cenných papírů Praha, a.s. [cit. 28.03.2019]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/novinky/novinka/news/rok-2018-burza-cennych-papiru-praha-centralni-depozitar-cennych-papiru-a-power-exchange-central-e/>

¹³⁰ Proč netáhne pražská akciová burza investory?. *Peak.cz – peníze, ekonomika, analýzy, komentáře* [online]. Copyright © 2017 Peak Media s.r.o. [cit. 28.03.2019]. Dostupné z: <https://www.peak.cz/proc-netahne-prazska-akciov-a-burza-investory/1334/>

v příštích letech nějak výrazně zlepšila. Jsem spíše toho názoru, že vývoj bude stagnovat, a je otázka, zda má pražská burza při stále rychlejší globalizaci na trhu vůbec své místo.

Závěr

Tato práce měla za úkol shrnout zejména fungování Burzy cenných papírů Praha. Jádrem této práce je tudíž její čtvrtá kapitola. Vzhledem k tomu, že problematika obchodování s investičními nástroji je poměrně obsáhlá, a ve své podstatě složitá, bylo nutné do této práce zařadit kapitoly sloužící k přiblížení některých aspektů spojených s investičními nástroji.

Abych se se všemi náležitostmi nutnými pro objasnění hlavního tématu této práce vypořádal postupně a konzistentně, pokládal jsem za nutné v první řadě vymezit obecné základní pojmy související s tržní ekonomikou jako takovou, čehož jsem se pokusil dosáhnout pomocí první kapitoly. V této kapitole jsem se zabíral finančním trhem, jeho fungováním a členěním, jednak podle předmětu obchodování, ale také podle účastníků a originarity. Z této kapitoly plyne, že nejdůležitější z hlediska této práce je kapitálový trh, jelikož pod něj spadají i trhy burzovní. Do kapitoly jsem dále zařadil pojem obchodníků s cennými papíry a jejich stručné rozlišení. Shledal jsem nezbytným zahrnout sem také investiční společnosti a investiční fondy, poněvadž tyto instituce hrají na poli finančního trhu poměrně zásadní roli. Bylo samozřejmě zapotřebí shrnout i popis burzy, coby středobodu této práce. Závěrem je v této kapitole věnován malý úsek provozovatelům vypořádacích systémů.

Ve druhé kapitole je dán prostor investičním nástrojům, jakožto prostředkům investic na veškerých trzích. Zaměřuji se zde na finanční nástroje, jejich dělení a právní zakotvení. Důraz byl kladen na cenné papíry a deriváty, zejména v tom rozsahu, který odpovídá investování na pražské burze. Důležitým poznatkem plynoucím ze snahy vymezit akcie a dluhopisy je fakt, že i když jsou na první pohled zákonem tyto pojmy uspokojivě vymezeny, ve skutečnosti tomu tak není, a proto jsem se snažil nastínit jejich zpřesněné definice.

Třetí kapitola byla rozčleněna do tří hlavních částí, kde v první části bylo popsáno, jak vlastně došlo ke vzniku burzovních obchodů, v druhé části jsem se věnoval vývoji burzovníctví na našem území, a ve třetí části jsem se zaměřil na evoluci českého burzovního práva. Z první části této kapitoly poměrně jasně vyplynulo, že názory na vznik a vývoj burzovníctví ze strany erudovaných osob se někdy značně liší, zejména tam, kde se jedná o prvopočátky burzovních obchodů.

Čtvrtá kapitola je jádrem této práce. Její začátek shrnul základní informace o pražské burze. Dále jsem formuloval orgány burzy, jejich povinnosti a kompetence, jak vyplývají z burzovních stanov. Logicky bylo nutné sumarizovat členství na burze. Jak totiž vyplynulo, k uzavírání obchodů dochází pouze prostřednictvím členů burzy, jakožto obchodníků s cennými papíry. Přistoupil jsem také ke specifikaci třech nejdůležitějších segmentů burzy, kde nejprestižnějším z nich je Prime Market pro obchodování tzv. blue chips akcií. Podkapitola obchodování je zaměřena na obchodní systém XETRA, umožňující obchodování prostřednictvím různých typů objednávek a několika obchodních procedur. Tři hlavní obchodní procedury jsem následně popsal, přičemž jsem vycházel zejména z burzovních předpisů, které stanovují poměrně detailní pravidla pro každou obchodní proceduru, a proto jsem se snažil shrnout jen to podstatné. Své místo v této kapitole zaujímají také burzovní indexy, které odráží burzovní vývoj, a je z nich patrné, jakým směrem se burza ubírá. Krátký prostor je vymezen i regulací v podobě evropských směrnic MiFID I a MiFID II, které měly na fungování trhu značný dopad, zejména ve vztahu k ochraně investorů a celkové transparentnosti trhu.

Pátá kapitola je věnována vypořádání burzovních obchodů v centrálním depozitáři cenných papírů, jehož hlavní činnost spočívá ve vedení centrální evidence zaknihovaných cenných papírů, vypořádání obchodů s investičními nástroji a vedení majetkových účtů.

V poslední kapitole jsem se pokusil nastínit aktuální vývoj finančního trhu, zejména s ohledem na tvorbu nových investičních nástrojů a rizika s tím spojená. Finální část práce jsem věnoval pokusu o analýzu aktuálního stavu pražské burzy a následně jsem vyvodil své osobní stanovisko. Jsem přesvědčen, že burzovní trh v České republice není pro investory v současnosti příliš zajímavý. Z dlouhodobého hlediska objem zobchodovaných cenných papírů klesá a jasně hovoří i stagnující burzovní indexy. Myslím si, že v blízké budoucnosti k žádné zásadní změně nedojde a trh bude více či méně stagnovat. S ohledem na zjištěné skutečnosti je dokonce možné pochybovat o tom, zda má pražská burza své místo mezi evropskými burzovními trhy, ještě když uvažíme současný globalizační trend na finančních trzích.

Resumé

List of basic terms is the first chapter in which I summarize core definitions, classifications and differences between them. There is a vast amount of subtle laws and regulations in which someone can easily get lost or misinterpret them. I focus on the Prague stock exchange but the systems used are not exclusively Czech as we live in connected society, complicating the matters even further.

Next chapter The investment instruments are the bread and butter of the financial market. It's the account of how and by which means one can be part of it, dissecting various methods of investments, their pros and cons and even few outdated or missing aspects in the Czech law system causing it to draw from foreign countries or simply the lack of the legislation, subsequently impeding its possible progress.

The third chapter History of stock markets is partly focused on its origin and the way it evolved as it directly influences the shape and form it takes in present day as well as the law connected with its transformation.

Trading of investment instruments on the Prague stock exchange is the fourth episode where I analyze the way it operates and which laws it abides. I sketch out the structure and delimit the authority of the organs which follows individual techniques of trading and description of stock exchange indexes.

Settlement of trading in central depository of securities is supposed to shortly outline the way the "deals" are made on the Prague stock exchange.

Perspectives of the market is the final chapter where I make my observations and predictions based on the thorough research of the topic.

Seznam použité literatury

Odborné publikace

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

BENEŠ, Václav a Petr MUSÍLEK. Burzy a burzovní obchody. Vyd. 2., aktualiz. a rozš. Praha: Informatorium, 1992. 252 s. ISBN 80-85427-25-7.

PAVLÁT, Vladislav. Kapitálové trhy a burzy ve světě. Praha: Grada, 1993. 392 s. ISBN 80-85424-90-8.

DĚDIČ, Jan. Burza cenných papírů a komoditní burza. Praha: Prospektrum, 1992. 295 s. ISBN 80-85431-62-9.

DĚDIČ, Jan. Právo cenných papírů a kapitálového trhu. Praha: Prospektrum, 2000. 546 s. Právo v podnikání, 5. ISBN 80-7175-084-0.

LIŠKA, Václav a Jan GAZDA. Kapitálové trhy a kolektivní investování. Praha: Professional Publishing, 2004. 252 s. ISBN 80-86419-63-0.

ROSE, Peter S. Money and capital markets: the financial system in an increasingly global economy. 3. ed. Homewood: Irwin, 1989. 872 s. ISBN 0-256-06524-1.

VESELÁ, Jitka. Burzy a burzovní obchody: výchozí texty ke studiu. Vyd. 1. Praha: Oeconomica, 2005. 190 s. ISBN 80-245-0939-3.

REJNUŠ, Oldřich. Cenné papíry a burzy. 2., přeprac. vyd. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2013. 406 s. Učební texty vysokých škol. ISBN 978-80-214-4673-1.

PAULY, Jan. Teoretické a legislativní základy cenných papírů. Vydání první. Praha: Wolters Kluwer, 2016. 401 s. Právní monografie. ISBN 978-80-7552-421-8.

VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

Internetové zdroje

<https://www.pse.cz/>

<https://www.pxstart.cz/cs>

<https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik>

<https://www.cdcp.cz/index.php/cz/>

<https://www.beck-online.cz/>

<https://investice.finance.cz/zpravy/finance/124924-k-cemu-slouzi-a-jak-se-pocitaji-burzovni-indexy/>

<https://www.peak.cz/proc-netahne-prazska-akciova-burza-investory/1334/>

Právní předpisy

zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník

zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech

zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech

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

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

Přednášky

HOROVÁ, Jana. Obchodování na BCPP, a.s. [přednáška]. Praha: Burza cenných papírů Praha, a.s., 27. 3. 2018.