

Fakulta právnická Západočeské univerzity v Plzni
Katedra správního práva



DIPLOMOVÁ PRÁCE

Právní úprava kapitálového trhu v ČR

Filip Wágner

2012

Prohlašuji,

že jsem tuto diplomovou práci zpracoval samostatně a uvádím všechny prameny, které jsem použil.

V Plzni dne 29. března 2012

Filip Wágner

Poděkování

Na tomto místě bych především rád poděkoval JUDr. Petře Jánošíkové, Ph.D., že se s osobitým přístupem ujala vedení mé práce, a to i přes svojí vytíženost spojenou s funkcí proděkanky Fakulty právnické ZČU.

Dále bych rád poděkoval JUDr. Ing. Václavovi Školoutovi, jehož výuka seminářů předmětu Základy burzovního práva v ČR, ve mne prohloubila zájem o tuto problematiku a navedla mne k vybrání právě tohoto individuálně zvoleného tématu diplomové práce.

Obsah

Seznam použitých zkratk	7
Úvod	8
1. Kapitálový trh jakožto segment trhu finančního a jeho vývoj v obraze času	9
1.1. Pojem kapitálový trh, jeho definice	9
1.2. Historický exkurs do problematiky vývoje kapitálového trhu a jeho právní úpravy	10
2. Prameny práva kapitálového trhu	15
1.1. Prameny práva	15
2.2. Prameny práva kapitálového trhu v ČR	16
2.2.1. Vnitrostátní prameny práva kapitálového trhu	16
2.2.2. Další právní předpisy významné pro kapitálový trh	24
2.2.3. Právo EU a jeho dopad na kapitálový trh v ČR	25
3. Subjekty kapitálového trhu v České republice	29
3.1. Regulované trhy	29
3.1.1. Burza cenných papírů Praha , a.s.	30
3.1.2. RM-SYSTÉM , česká burza cenných papírů	32
3.2. Mnohostranné obchodní systémy	34
3.3. Obchodníci s cennými papíry	35
3.4. Investiční zprostředkovatelé	38
3.5. Vázaní zástupci	39
3.6. Investoři	40
3.7. Vypořádací systém	41

3.8.	Centrální depozitář	42
3.9.	Garanční fond obchodníků s cennými papíry	43
3.10.	Ratingové agentury	44
3.11.	Další subjekty kapitálového trhu v České republice	46
4.	Objekty práva kapitálového trhu.....	48
4.1.	Investiční nástroje dle § 3 zákona o podnikání na kapitálovém trhu	48
4.2.	Cenný papír – pojem , třídění.....	49
4.3.	Akcie	52
4.4.	Opční listy	53
4.5.	Podílové listy.....	54
4.6.	Dluhopisy	55
4.7.	Finanční deriváty.....	58
4.7.1.	Opce	59
4.7.2.	Forwardy a futures	60
4.7.3.	Swapy.....	61
4.7.4.	Investiční certifikáty	62
5.	Trhy cenných papírů	63
5.1.	Primární trh	63
5.2.	Sekundární trh	67
5.2.1	Regulovaný trh.....	68
5.2.2.	Neregulovaný trh	70
5.3.	Vypořádání obchodů na sekundárním trhu	70

6.	Regulace a samoregulace kapitálového trhu v ČR	72
6.1.	Regulace kapitálového trhu v ČR	72
6.1.1.	Vymezení pojmu dozor a dohled	72
6.1.2.	Právní předpisy upravující regulaci kapitálového trhu v ČR.....	73
6.1.3.	Česká národní banka, jako orgán dohledu nad finančním trhem.....	74
6.1.4.	Správní delikty a přestupky v řízení před ČNB	76
6.2.	Samoregulace kapitálového trhu v ČR.....	77
7.	Exkurs do kapitálového trhu Spojených států amerických.....	78
7.1.	Dohledové orgány a jejich právní postavení.....	78
7.2.	New York Stock Exchange	80
7.3.	NASDAQ	81
	Závěr	83
	Summary.....	85
	Seznam použitých zdrojů.....	86

Seznam použitých zkratk

BCPP	Burza cenných papírů Praha, a.s.
CenP	Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů
CDP	Centrální depozitář
ČNB	Česká národní banka
DluhZ	Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů
ISIN	International Securities Identification Number
MiFid	The Markets in Financial Instruments Directive
MTF	Multilateral trading facility
NYSE	The New York Stock Exchange
OCP	Obchodník s cennými papíry
ObchZ	Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů
ObčZ	Zákon č. 40/1961 SB., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů
RM-S	Česká burza cenných papírů, a.s.
SCP	Středisko cenných papírů
SEC	Komise pro cenné papíry
ZKI	Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů
ZPKT	Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

Úvod

Vzhledem ke skutečnosti, že předmětem této práce je právní úprava kapitálového trhu v ČR, která je multidisciplinární povahy, je práce zpracována nejen v kontextu právním, ale i ekonomickém. Propojení obou těchto oborů je významné pro správné pochopení této problematiky. Problematika kapitálového trhu a jeho právního základu je natolik rozsáhlá, že není možné ji v práci zcela obsáhnout, proto se zaměřím pouze na nejdůležitější aspekty právní úpravy a fungování kapitálového trhu.

Politické změny, které se v naší zemi udály na konci devadesátých let minulého století byly spjaty především s přeměnou politického systému, právního řádu a v neposlední řadě i s přeměnou systému ekonomického. Tyto skutečnosti vedly k obnově fungování kapitálového trhu, který je pevně spjat s fungujícím tržně ekonomickým systémem. To celé vedlo k nutnosti vytvoření systému právních předpisů, který zde mohl vytvořit podmínky pro fungování nejen tržní ekonomiky, ale i fungujícího kapitálového trhu. I přes problémy související s prvním právním předpisem, obecně upravujícím kapitálový trh (viz kapitola druhá) se podařilo zabezpečit podmínky pro rozvoj této oblasti v brzké době po transformaci ekonomiky. Mezníkem pro další právní vývoj kapitálového trhu byl předpokládaný vstup ČR do Evropské unie v roce 2004. K tomu bylo nutno harmonizovat vnitrostátní právní řád ČR s právním řádem EU. K tomu došlo přijetím mnoha zákonů týkajících se této oblasti před samotným vstupem ČR do EU dne 1. května 2004.

Dalším impulsem pro legislativní změny byla hospodářská krize v roce 2007, která zapříčinila krach mnoha finančních institucí a celkovou nestabilitu finančního sektoru, která měla vliv na ostýchavost investorů po celém světě. V souvislosti s tím, byla po celém světě přijata řada právních předpisů, dbajících především na transparentci kapitálových trhů a subjektů na něm se vyskytujících. Pro český kapitálový trh jsou v současné době nejdůležitější právní předpisy EU, které se snaží co nejpromptněji reflektovat globální ekonomické skutečnosti.

Vzhledem k úzkému vztahu s politickým, ekonomickým i společenským vývojem je nutno provádět neustálé legislativní změny v této oblasti. Z toho důvodu si myslím, že se jedná o nejdynamičtější právní obor, což je jedna ze skutečností, která mne vedla k výběru právě tohoto tématu diplomové práce.

1. Kapitálový trh jakožto segment trhu finančního a jeho vývoj v obraze času

1.1. Pojem kapitálový trh, jeho definice

Definicí kapitálového trhu nalezneme hned několik, přestože se tato práce zabývá právní úpravou, je nutno brát v potaz i ekonomický pohled na věc, vzhledem k tomu, že problematika kapitálového trhu je multidisciplinární povahy.

Kapitálový trh je segmentem trhu finančního, který dělíme na trh peněžní a trh kapitálový. Peněžní trh je definován jako trh s krátkodobými volnými finančními prostředky. Je pro něj příznačné, že není institucionalizován na jednom konkrétním místě a významnou úlohu zde mají peněžní ústavy a národní banka.¹ Z jiné definice nám peněžní trh představuje trh krátkodobých peněz, kam řadíme instrumenty se splatností vyjádřenou ve dnech a měsících, nejdéle však na jeden rok.²

Kapitálový trh, je definován mnoha autory, níže bych uvedl jak ho definují, ti významnější z nich. Dle definice prof. Bakeše³ se kapitálovým trhem rozumí trh dlouhodobých peněz, kam řadíme instrumenty se splatností vyjádřenou řádově v jednotkách a desítek let, v každém případě však delší než jeden rok. Peněžní prostředky získané na kapitálovém trhu jsou určeny pro financování dlouhodobých investic ze strany podniků, vlád a domácností. Profesor Musílek ve své monografii⁴ chápe pojem kapitálový trh, jakožto místo kde se střetává nabídka s poptávkou dlouhodobě uvolněného kapitálu a za instrumenty kapitálového trhu považuje ty cenné papíry, které mají délku splatnosti delší než jeden rok. Dle Doc. Veselého⁵ se kapitálovým trhem rozumí trh finančních instrumentů, kde se obchoduje s instrumenty, jež mají dobu splatnosti delší než 1 rok. Volné finanční prostředky jsou zde poskytovány střednědobě, či dlouhodobě, na několik let. Doc. Pavlát⁶ definuje kapitálový trh, jako trh, který je charakterizován komplexem vztahů a subjektů, jejichž základním cílem je zhodnotit

¹ TOMAŽIČ, Ivan. *Ekonomie pro právníky*. Vyd. 1. Dobrá Voda u Pelhřimova: Aleš Čeněk, 2003, s. 171. Právnícké učebnice (Aleš Čeněk). ISBN 80-864-7336-8.

² BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2009, s. 101. Beckovy právnícké učebnice. ISBN 978-80-7400-801-6.

³ BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2009, s. 101. Beckovy právnícké učebnice. ISBN 978-80-7400-801-6.

⁴ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, s. 43. ISBN 978-80-86929-70-5.

⁵ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, s. 26. ISBN 978-80-7357-297-6.

⁶ BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2009, s. 19. Beckovy právnícké učebnice. ISBN 978-80-7400-801-6.

středně a dlouhodobě volné peněžní prostředky, a to prostřednictvím jejich investování do cenných papírů a od nich odvozených investičních nástrojů. Při pohledu do zahraniční literatury nalezneme definici, že kapitálový trh je místem, kde se střetává nabídka s poptávkou finančních nástrojů s dlouhodobou splatností, zejména dluhopisů, akcií a hypoték, a contrario k němu je definován trh peněžní, který je zaměřen na nástroje trhu peněžního, teda nástroje s dobou splatnosti kratší než jeden rok.⁷

Pokud bychom si shrnuli definice výše uvedené, dospějeme k názoru, že kapitálovým trhem se vždy rozumí trh s investičními instrumenty (nástroji), které mají dobu splatnosti v délce jednoho roku a déle.

1.2. Historický exkurs do problematiky vývoje kapitálového trhu a jeho právní úpravy

První zmínky o organizovaném obchodování datujeme již v období starověku. Již ve starověkém Římě existovala tzv. kupecká kolegia (*collegia mercatorum*). Tyto formy lze označit jen za vzdálené předchůdce burz. Ve středověku s rozvojem řemesel a obchodu vznikají první obchodní místa, které se stávají burzami. Označení burza, podle některých zdrojů pochází z latinského slova bursa, což znamenalo měšec. Označení burza v souvislosti s obchodním místem zaznamenáváme až v 15. století v belgickém městě Bruggy, kde místní obchodník a bankéř Van der Buerse (literatura ve znění příjmení není jednotná některá uvádí Boerse⁸) konal ve svém domě schůzky obchodníků. Obchodníci do domu Van der Bourse přijížděli z celé Evropy, zejména z Itálie. Erbem rodiny Van der Buersových byl měšec, což navazuje na souvislost s latinským původem slova. Vznik burzy v Bruggách je zaznamenán v roce 1409, další burzou na území Belgie je burza v Antverpách otevřená v r. 1460.

Počátky burzovních trhů je možné najít v Evropě již ve 12. a 13. století v Italských městských státech, kde vzhledem k povaze italské mentality byly obchodní aktivity místních kupců velmi živé. Počátky organizovaných obchodních míst (burz) sledujeme především ve městech Luce, Janově, Florencii, Benátkách a Milánu. Za předchůdce burz v dnešním pojetí jsou považovány z počátku neformální a nepravidelné schůzky italských obchodníků, které se uskutečňovaly v okolí faktoríí (historické osady

⁷ GIFIS, H., S. Law dictionary, 3rd ed. Barron's Educational series, Inc., 1991, s.61 ISBN 0-8120-4628-5
⁸ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, s. 34. ISBN 978-80-7357-297-6.

založené za obchodními účely) a poblíž italských konzulárních domů tzv. logií⁹. Další vývoj burz můžeme sledovat ve Francii, Německu a rovněž v Londýně, kde byla ve druhé polovině 6.stol. založena zdejší „Royal Exchange“. Obchodním nástrojem té doby byli cenné papíry v podobě směnek, o něco později také dlužní úpisy. Také zde docházelo ke směnám mincí různých měn. Existencí právě zastupitelného předmětu se stalo obchodování odlišným od klasických obchodů s běžným zbožím nabízeným jiným obchodníkům. Je však nutné podotknout, že schůzky obchodníků v těchto počátcích burzovního obchodu měli pouze neformální charakter. Burzy nebyla jakkoli formálně organizovány, byla zde absence právní úpravy, obchody nebyly standardizovány. Účastníkem obchodu mohl být v podstatě kdokoliv, což snižovalo především jistotu ohledně míry solventnosti obchodníků. Postupem času si obchodníci mezi sebou začali zavádět pravidla pro obchodování, začali vymezovat účastníky obchodů a vytvářet burzovní spolky a kluby, které nejen opatrovaly finance na stavbu prvních burzovních budov, ale cílem bylo zúžit okruh osob obchodujících na určitých burzách což mělo vést k podpoře poctivého obchodního styku a omezit problematiku insolventnosti účastníků burzovních transakcí.

Objevením námořních cest do Indie v 15. a 16.stol. se centrum evropských burzovních obchodů přesunulo do belgických Brugg, později Antverp. Toto období se stává dalším mezníkem ve vývoji evropského burzovníctví. V Antverpách byla vystavena a otevřena první reprezentativní budova burzy v roce 1531. V této době stát do existence burzy obvykle nezasahoval, ale jen potvrzoval existenci burzy. Francouzský král Jindřich II. Tak například svým ediktem z roku 1549 potvrdil existenci antverpské burzy. O burze v Antverpách je známo, že jako jedna z prvních vydala obligace již v prvních letech své existence. Na evropských burzách se tak obchodovalo kromě zboží především se směnkami a obligacemi. Po založení prvních akciových společností se začal rozvíjet dosud neobjevený obchod s akciemi. Rozvoj právě tohoto obchodu se zasloužil o to, že burzy se zbožím se postupně oddělily od burz s cennými papíry. Postupně tak docházelo ke specifikaci jednotlivých typů burz, tak je známe dnes (burzy cenných papírů, zbožové burzy, devizové burzy, plodinové burzy).

Významným mezníkem v historii burzovníctví a kapitálového trhu se stal rok 1602, kdy se na Amsterdamské zbožové burze uskutečnila první veřejná emise akcií

⁹VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, s. 35. ISBN 978-80-7357-297-6.

společnosti Dutch East Indian company. O několik let později se na amsterdamské burze objevily akcie další společnosti – Dutch West Indian company . Burza v Amsterdamu, tak může být považována za první moderní burzu.

Je nutno si uvědomit, že existence burzy jako místa, kde dochází ke střetu nabídky s poptávkou je pevně spjata s fungujícím tržním hospodářstvím. Průmyslová revoluce a rozvoj tržního hospodářství nejen v Evropě přinesl vznik dalších světově významných burz. V roce 1792 tak vzniká světově nejvýznamnější burza v New Yorku na Wall Street. V Evropě vznikají burzy v Bruselu r. 1801, Milánu r. 1808, Oslu r. 1819, Římě 1821, Ženevě 1831, v 1852 v Kanadském Torontu, v r.1874 v Montréalu, v 1907 ve Vancouveru v r.1871 v Australském Sydney, Curychu r. 1885, 1887 v Johannesburghu, v r. 1878 v japonském Tokiu a Osace.

Do poloviny 19.století se právní úprava kapitálového trhu téměř nevyskytuje. Zaznamenáváme ji až ve druhé polovině 19.století, kdy v roce 1867 byl v Belgii vydán první zákon, který upravoval obchodování na burze. Následoval ho v roce 1883 zákon kantonu Curych (Švýcarsko) a roku 1889 první německý burzovní zákon.

Na našem území, jakožto součásti habsburské monarchie se trhy s cennými papíry vyvíjely až do začátku dvacátého století: později nastaly celkem rozsáhlé výpadky, přes obnovení burzy ve dvacátých letech, v návaznosti na celosvětovou hospodářskou krizi z přelomu dvacátého a třicátého století. Tato krize také zapříčinila počátek tvorby mnohem ucelenější právní regulace v této oblasti, jelikož do této doby byla právní regulace a státní dozor na průběh burzovních obchodů spíše formální záležitostí. 20. září 1938, došlo k uzavření československé burzy. Došlo k tomu v důsledku nacistické okupace Československa.

V průběhu druhé světové války, resp. od roku 1940 byla v protektorátní republice ještě na krátký čas, asi do r. 1944 až 1945 (literatura uvádí odlišně) obnovena burza cenných papírů v podobě Pražské burzy pro zboží a cenné papíry. Je však nutno konstatovat, že vzhledem k protektorátnímu zřízení, ve kterém byly uplatňovány značné zásahy státu do ekonomiky nemohlo být zaručeno plné fungování kapitálového trhu.

V období po konci války (1945) se naskytla možnost obnovení burzy, ale toho nebylo dosaženo. V roce 1948 nástupem komunistické strany k moci a zavedením zásad centrálně řízené ekonomiky, bylo další fungování burzy vyloučeno. Jak je známo kapitálový trh, jeho fungování a rozvoj požaduje pro své fungování systém tržní ekonomiky.

Po pádu komunismu v návaznosti na transformaci české ekonomiky z centrálně plánované na tržní systém, bylo jedním z předpokladů znovuoobnovení pražské burzy. V květnu roku 1991 vznikl přípravný výbor složený ze zástupců 8 bank. Tento výbor se v srpnu 1992 přeměnil na sdružení, které později v souladu s přijatým zákonem č. 214/1992 Sb., o burze cenných papírů bylo přeměněno na akciovou společnost Burza cenných papírů. Zákon o burze cenných papírů upravoval kromě postavení burzy a její vnitřní struktury v části třetí zákona též úpravu burzovních obchodů a řešení sporů z nich vzniklých, v části deváté obsahoval ustanovení o státním dozoru. Tento zákon pozbyl své účinnosti 1. května 2004, kdy nabyl účinnosti zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, který byl schválen v souvislosti se vstupem České republiky do Evropské unie k tomuto datu. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu (dále ZPKT) obsahuje mnoho legislativních opatření, které mají svůj základ v Právu Evropské unie, tímto došlo k významnému kroku v harmonizaci právního řádu České republiky s právním řádem EU v dané oblasti. ZPKT je v České republice účinný až do dnes (rok 2012), samozřejmě s legislativními změnami reflektující dynamický vývoj toho odvětví. O tomto právním předpisu bude dále pojednáno v jiné části této práce.

Po pádu komunismu v celé východní Evropě a zániku Sovětského svazu dochází v souvislosti s přeměnou ekonomických systémů k postupnému utváření podmínek pro fungující kapitálový trh, což sebou přineslo též vznik mnoha burz v těchto zemích. To také mělo nápomoci procesu privatizace, který v těchto zemích právě začátkem 90.let začínal. Nové burzy vznikly například v Bratislavě, Varšavě, Budapešti, Bukurešti, Sofii, Bělehradu a Lublani. Další nové burzy byly založeny i v následovnických zemích sovětského svazu. Na území samotného Ruska zpočátku vzniklo několik desítek burz, které měly spíše regionální povahu.

V zemích s fungující tržní ekonomikou, které nebyly podrobeny komunistické vládě a bylo zde umožněno fungování kapitálového trhu a jeho prvků se koncem 80.let minulého století dostává rozvoje derivátových burz, což umožňoval zejména rozvoj výpočetní techniky a postupné zavedení elektronických systémů, které pomohly k rozvoji těchto složitějších obchodů.

Ve Spojených státech amerických byl první předpis upravující obchodování na burze vydán až ve 30.letech 20.století. V letech 1933 a 1934 byly vydány dvě zákonné úpravy – tou první byl tzv. Security Act, který upravoval cenné papíry, tím druhým byl tzv. Security Exchange Act, který upravoval burzy cenných papírů. Podrobněji bude

pojednáno o problematice vývoje americké právní úpravy kapitálového trhu v jiné části práce.

2. **Prameny práva kapitálového trhu**

Prameny práva se obecně rozumí státem uznané formy právních předpisů. Prameny, které nemají ve státě uznanou formu právních pramenů, prameny práva nejsou.¹⁰ Ve světě se rozlišují prameny práva dle právních kultur, jejichž jsou dané země součástí. Ve světě rozlišujeme zejména angloamerický typ právní kultury, jehož součástí jsou země, které byly dříve britskými koloniemi a kontinentální (evropský) typ právní kultury, jehož součástí jsou zejména země kontinentální Evropy a země které se inspirovaly jejich právními řády. Předmětem této práce je právní úprava kapitálového trhu v České republice, tudíž se budeme v této kapitole blížeji zabírat především zdejšími prameny práva.

1.1. Prameny práva

Česká republika, jakožto země jejíž právní systém se řadí do kontinentální právní kultury, jejímž pramenem je psané právo, zejména právní předpis za prameny práva tedy považuje následující formy :

- ústavní zákony,
- mezinárodní smlouvy,
- právo Evropské unie,
- zákony,
- vyhlášky,
- nařízení.

Dle Ústavy ČR má mezinárodní smlouva v případě jejího vyhlášení a parlamentní ratifikaci v případě rozporu se zákonem přednost¹¹. Mezinárodní smlouvou se rozumí též primární právo Evropské unie, které má povahu mezinárodních smluv.

V případě právní úpravy kapitálového trhu v České republice je nutno se zaměřit zejména na prameny práva ve formě zákonů a vyhlášek, co se týče pramenů vnitrostátních, poté je nutné brát v potaz také normy práva evropské unie. Právo Evropské je právním řádem *sui generis*, které má svoji podstatu v tzv. primárním právu Evropské, které je koncipováno na bázi vícestranných (multilaterálních) mezinárodních

¹⁰ JIŘÍ BOGUSZAK, Jiří Čapek. *Teorie práva*. 2., přeprac. vyd. Praha: ASPI, 2004, s. 38. ISBN 978-807-3570-309.

¹¹ Čl. 10 zákona č. 1/1993. Sb., Ústavy ČR, ve znění pozdějších předpisů

smluv. Primární právo EU tvoří tzv. zakladatelské smlouvy – tou první z nich byla tzv. Pařížská smlouva, která byla platná od roku 1952 podepsaná šesti zakladatelskými státy tehdejšího Evropského společenství uhlí a oceli. Pro právní úpravu oblasti kapitálového trhu je zejména podstatné tzv. sekundární právo Evropské unie. Z pramenů sekundárního práva Evropské unie je pro oblast kapitálového trhu nejpodstatnější právní úprava, která je obsažena ve Směrnících a Nařízeních Evropské unie: Vývoj v oblasti práva evropské unie, jehož účelem je harmonizace právních úprav kapitálových trhů ve všech členských státech Evropské unie a s tím odstranění bariér volného pohybu kapitálu, jenž byl jedním z předpokladů vzniku společného trhu napříč evropskou unií. Dalším aspektem pro význam právních předpisů na poli Evropské unie je dynamičnost právního vývoje v oblasti kapitálového trhu, kdy EU jako celek může vydáním právního předpisu určeného všem členským státům reagovat ekonomický a politický vývoj.

2.2. Prameny práva kapitálového trhu v ČR

Kapitálový trh, vzhledem ke svému multidisciplinárnímu přesahu upravují jak předpisy soukromoprávní povahy, tak předpisy povahy veřejnoprávní. Právo kapitálového trhu má přesah ve své podstatné části do práva finančního a správního (veřejnoprávní odvětví), tak i do práva obchodního a občanského (soukromoprávní odvětví).

2.2.1. *Vnitrostátní prameny práva kapitálového trhu*

Vnitrostátními prameny práva kapitálového trhu se rozumí, zejména zákony, vyhlášky a nařízení. Kapitálový trh, vzhledem ke svému multidisciplinárnímu přesahu upravují jak předpisy soukromoprávní povahy, tak předpisy povahy veřejnoprávní. Vstup České republiky do Evropské unie sebou přinesl nutnost harmonizace vnitrostátní úpravy s úpravou v Evropské unii.

Pro správné uchopení právní problematiky týkající se úpravy kapitálového trhu, potažmo úpravy týkající se cenných papírů, je nezbytné ke správnému posouzení daného problému vždy posoudit jaký právní předpis se v konkrétní situaci uplatní jako předpis obsahující obecnou úpravu a předpis obsahující úpravu zvláštní.

Níže bude pojednáno o nejdůležitějších právních předpisech, které oblast kapitálového trhu v současné době upravují.

Zákon č. 256 / 2004 Sb., o podnikání kapitálovém trhu

Tento zákon byl přijat v důsledku vstupu České republiky (dále ČR) do Evropské unie (dále EU). K tomuto datu byla stanovena také účinnost toho zákona. Vstup ČR znamenal nutnost inkorporovat do českého právního řádu úpravu obsaženou v právu evropském. Výsledkem byla požadovaná harmonizace vnitrostátních právních předpisů s předpisy práva evropského. Před vstupem ČR do EU byla právní úprava týkající se poskytování služeb na kapitálovém trhu obsažena v zákoně o cenných papírech (dále jen „CenP“). Jedním z cílů nové úpravy bylo kromě harmonizace vnitrostátního práva s právem evropským, také nesouladné promíchání veřejnoprávních a soukromoprávních institutů v CenP¹².

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen „ZPKT“) tvoří v podstatě „páteř“ právní úpravy této oblasti.

ZPKT prošel po své účinnosti řadou dalších novelizací, které přinesly požadavky jak společenské, tak ekonomické. Jednalo se zejména o inkorporaci směrnice MiFid (Markets in Financial Instruments Directive)¹³ – tzv. Směrnice o trzích finančních nástrojů, která nahradila dřívější Směrnicí 93/22/EHS, o investičních službách (Investment Services Directive – ISD).

ZPKT se snaží upravit podstatnou část problematiky kapitálového trhu, zákon ve svém aktuálním znění (leden 2012) je členěn systematicky na dvanáct částí a to :

- I. část ZPKT vymezuje ve svých úvodních ustanoveních předmět podnikání na kapitálovém trhu a pojmy s ním související.
- II. část vymezuje investiční nástroje a investiční služby. Investiční nástroje jsou dle mého názoru objekty práva kapitálového trhu a těmi se budu zabývat ve zvláštní části této práce podrobněji. Tato část dále upravuje postavení některých subjektů kapitálového trhu, kterým se též budu věnovat poněkud hlouběji v jedné z následujících kapitol této DP.
- III. část představuje ustanovení upravující veřejnou dražbu cenných papírů, tato část také odkazuje na právní předpisy upravující veřejné dražby.

¹² KOTÁSEK, Josef a Jarmila POKORNÁ. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, s. 47. Právnícké učebnice (C.H. Beck). ISBN 978-807-1794-547.

¹³ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES

- IV. část upravuje veřejnou nabídku cenných papírů a prospekt cenného papíru. Tuto problematiku tato práce řeší v rámci podkapitoly, která se zabírá primárním kapitálovým trhem.
- V. část obsahuje úpravu pro trh s investičními nástroji. Jsou zde stanoveny podmínky pro organizátora trhu s cennými papíry, dále je Česká národní banka označena za subjekt, která vydává povolení organizátorovi regulovaného trhu.¹⁴ V této části je zakotveno také obligatorní zřízení rozhodčího soudu organizátorem regulovaného trhu. V hlavě druhé této části jsou stanoveny podmínky pro samotné obchodování na kapitálovém trhu, zejména tak podmínky pro přijetí investičních nástrojů k obchodování na regulovaném trhu.¹⁵ Hlava II. této části obsahuje úpravu obchodování v mnohostranném obchodním systému.¹⁶
- VI. část upravuje vydávání ratingů a ratingové agentury. Vzhledem ke vlivu ratingových agentur na současný kapitálový trh bylo nespornou nutností upravit tuto oblast. Zákon ve svém ustanovení. § 74, která je úvodním ustanovením, týkající se regulace ratingu a ratingových agentur odkazuje na právní předpisy EU.¹⁷ Dále stanovuje, že příslušným orgánem k vydání povolení činnosti ratingové agentury na území ČR je Česká národní banka. V případě náležitostí žádosti o vydání povolení, je opět odkázáno na právní úpravu EU. Časté odkazování v této části zákona na právní předpisy EU je logické z hledem k tomu, že většina ratingových agentur jsou institucemi fungujícími v globálním měřítku.
- VII. část zahrnuje úpravu vypořádacího systému s neodvolatelností vypořádání. Jsou zde vymezeny pojmy jako vypořádání, příkaz, splnění vzájemných dluhů, clearingová osoba, provozní den a jiné. Dále je zde vymezeno, kdo je účastníkem vypořádacího systému s neodvolatelností vypořádání.¹⁸
- VIII. část pojednává o evidenci investičních nástrojů. Stanoví, co se rozumí pojmem centrální evidence cenných papírů a pojmem samostatná

¹⁴ § 38 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

¹⁵ § 55 a následující zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

¹⁶ § 69 a následující zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

¹⁷ Nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 1060/2009

¹⁸ § 84 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

evidence cenných papírů. Jsou stanoveny jak podmínky pro jejich činnost, tak předmět jejich evidence. Hlava II. této části je věnována Centrálnímu depozitáři cenných papírů, jakožto právnímu nástupci Střediska cenných papírů (to fungovalo do července 2010) .

- IX. Část zahrnuje ustanovení týkající se ochrany kapitálového trhu a investorů. Vzhledem k tomu, že posláním ZPKT již není jen pouze ochrana trhu jako celku, ale vzhledem k rozvoji kapitálového trhu i mezi malé neprofesionální investory je nutno v maximální míře zabezpečit jejich práva. V této části zákona je stanovena povinnost mlčenlivosti pro všechny osoby¹⁹, které by v souvislosti s výkonem své funkce mohli mít dostatek informací, který by bylo možno zneužít v neprospěch investora. Dále je naopak stanovena povinná informační povinnost emitenta a dalších osob z důvodu transparentnosti jejich činnosti, tak aby investor i jiný subjekt kapitálového trhu mohl být relevantně informován o jeho činnosti. To vše by mělo vést k maximálnímu požadavku naplnění samoregulace v oblasti kapitálového trhu. Jsou stanoveny ale i povinnosti akcionářů a dalších osob pro případy, že by dosáhli zákonem stanoveného podílu na základním kapitálu emitenta a tím způsobem mohli výrazně zasáhnout rozhodování uvnitř společnosti. Ochrana před zneužitím trhu je zahrnuta v ustanoveních o ochraně vnitřních informací: je zde i vymezen pojem manipulace s trhem jakožto jednání, které může zkreslit představu účastníků kapitálového trhu o hodnotě, nabídce nebo poptávce finančního nástroje případně jiným způsobem zkreslit kurz finančního nástroje. Významným ustanovením části IX. je též vymezení Garančního fondu obchodníků s cennými papíry, o fondu bude pojednáno v rámci kapitoly subjekty kapitálového trhu.
- X. Část pojednává o dohledu a správním trestání účastníků kapitálového trhu. Jsou zde vymezeny osoby, které spadají do pravomoci orgánu dohledu, tedy České národní bance. Vzhledem k častému přeshraničnímu působení těchto osob jsou stanoveny prvky spolupráce s orgány dohledu jiných členských států EU. Specifikovány jsou blíže i opatření vedoucí

¹⁹ § 116 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

k nápravě protiprávního chování osob působících na kapitálovém trhu. Blíže o této se k této problematice vracím v jiné části této práce.

- XI. Část obsahuje ustanovení týkajících se závěrečného vyrovnání. Závěrečné vyrovnání hraje významnou roli při snižování systémového rizika na finančním trhu.²⁰
- XII. Část obsahuje závěrečná, společná a přechodná ustanovení. Je zde definován vztah ZPKT k jiným právním předpisům, tj. subsidiarita správního řádu²¹, zákona o přestupcích²² a obchodního zákoníku²³ (pro případ úpravy právních poměrů obchodníka s cennými papíry, investičního zprostředkovatele, vázaného zástupce, organizátora regulovaného trhu, provozovatele vypořádacího systému a centrálního depozitáře). Dále je v této části zákona stanoven předpoklad pro zápis do seznamu nucených správců a způsob jeho vedení.

Zákon o cenných papírech

Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech ve znění pozdějších předpisů. Tento zákon byl schválen v souvislosti s přeměnou ekonomického systému a vytvářením podmínek pro fungující kapitálový trh. V roce 1992 vzhledem k tomu, že docházelo k rozdělování tehdejšího federativního státu došlo k tzv. dualizaci právní úpravy v této oblasti. Stalo se tak z toho důvodu, že na konci roku 1992 byli přijaty dva zákony o cenných papírech. První byl přijat Českou národní radou. Publikován byl pod číslem č. 591 s účinností od 1.1.1993. Druhý zákon o cenných papírech schválilo federální shromáždění a byl publikován pod číslem 600 ve sbírce zákonů, též s účinností od 1.1.1993. Jednalo se o dva téměř stejné zákony se stejným předmětem úpravy, lišící se pouze ve svém zákonodárci²⁴. Zmatečnost úpravy nejrelevantněji vyložil prof. Dědič²⁵, který se řídil výkladem ústavního zákona České národní rady č. 4/1993 Sb. o opatřeních souvisejících se zánikem Česká a Slovenské federativní republiky. Článek 2 tohoto zákona stanovil, že v případě kolize mezi právními předpisy České republiky, vydanými před zánikem ČSFR se mělo postupovat dle právních předpisů České republiky.

²⁰ [Http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Duvodova_zprava_FZm.pdf](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Duvodova_zprava_FZm.pdf) [online]. [cit. 2012-03-29].

²¹ Zákon č. 500/2004 Sb., správní řád ve znění pozdějších předpisů

²² Zákon č. 200/1990 Sb., o přestupcích ve znění pozdějších předpisů

²³ Zákon č. 513 / 1991 Sb., obchodní zákoník ve znění pozdějších předpisů

²⁴ KOTÁSEK, Josef a Jarmila POKORNÁ. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, s. 42. Právnícké učebnice (C.H. Beck). ISBN 978-807-1794-547.

²⁵ Dědič, J., *Dva zákony o cenných papírech*. Obchodní právo, 1993, č.1, s.9

Přijetím zákona č. 152/1996 Sb., který zákon 600/1992 zrušil, došlo k vyřešení tohoto problému. Zákon o cenných papírech je členěn do sedmi částí:

- I. část obsahuje obecná ustanovení a upravuje obecnou soustavu cenných papírů a definuje základní pojmy používané při jejich úpravě.
- II. část upravuje smlouvy o cenných papírech – tj. smlouvy o převodech cenných papírů, smlouvy o půjčce cenných papírů, smlouvy o obstarávání koupě nebo prodeje cenného papíru, smlouvy o úschově, správě, uložení a obhospodařování cenných papírů, smlouvy o zastavení cenných papírů a zvláštní ustanovení o smlouvách uzavřených na dálku.
- III.–V. část do roku 2004 upravovaly obchodování s cennými papíry. Přijetím zákona o podnikání na kapitálovém trhu, byly tyto části zrušeny a nahrazeny úpravou v ZPKT.
- VI. Část obsahuje společná, přechodná a závěrečná ustanovení.

CenP byl mnohokrát novelizován, tou nejrozsáhlejší novelizací bylo již zmíněné přijetí zákona o podnikání na kapitálovém trhu a zrušení příslušných ustanovení obsahující úpravu obchodování na kapitálovém trhu. Tato novelizace se odehrála z důvodu nutné harmonizace práva EU s vnitrostátním právem České republiky. Obsažena zde byla například úprava Střediska cenných papírů, organizátora trhu cenných papírů, mimoburzovního trhu, makléřů a podobně.

CenP je obecným právním předpisem týkající se úpravy cenných papírů, tím, že se vztahuje obecně na všechny formy cenných papírů, pokud to ze zvláštního zákona nevyplývá jinak²⁶.

Obchodní zákoník

Zákon č. 513 / 1991 Sb., obchodní zákoník ve znění pozdějších předpisů (dále jen „ObchZ“). Pro kapitálový trh je obchodní zákoník důležitý kromě obecné právní úpravy obchodních společností (jejich formy jsou požadovány pro některé subjekty kapitálového trhu – viz další kapitola), také úpravou účastenských cenných papírů (představují právo účastnit se na vedení společnosti) v podobě akcií a zatímních listů. Tyto cenné papíry zejména, akcie patří do investičních nástrojů dle dikce § 3 odst. 1 Zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Další významnou úpravou pro kapitálový trh

²⁶ KOTÁSEK, Josef a Jarmila POKORNÁ. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, s. 43. Právnícké učebnice (C.H. Beck). ISBN 978-807-1794-547.

je zejména úprava smluv týkajících se cenných papírů. Úplatné smlouvy o převodu cenných papírů se řídí ustanovením ObchZ, pokud CenP neobsahuje úpravu odlišnou. V případě úpravy akcií, zatímních listů a obchodních společností je ObchZ v poměru speciality k CenP. Pro posouzení právní kvalifikaci je posouzení konkrétní situace, která z těchto ustanovení vyplývá (tak již judikoval Nejvyšší soud ČR ve svém rozhodnutí č.j. 29Odo314/2001 – rozhodnutí je uveřejněné na webových stránkách soudu²⁷). Pro práci s danou problematikou je nutno pochopit již vzájemné postavení předpisů jí upravujících. V případě ObchZ je zde vztah speciality k Občanskému zákoníku, který je předpisem obecným (§1 odst.2 ObchZ), ve vztahu k CenP je však v některých případech předpisem obecným (§ 13 odst 1 CenP), v jiných případech pak je ve vztahu k němu předpisem zvláštním (§ 18 odst. 2 CenP). v již zmíněném soudním rozhodnutí Nejvyšší soud ČR, dospěl k názoru, že je nutno použít jak gramatického, systematického, historického a především teleologického výkladu²⁸.

Občanský zákoník

Občanský zákoník, zákon číslo 40/ 1964 Sb., v platném znění je dalším zákonem, který významně zasahuje do práva kapitálového trhu, jakožto pramen obecné soukromoprávní úpravy v České republice . Občanský zákoník, má dopad na oblast kapitálového trhu, zejména v případě bezúplatného převodu cenných papírů. V tomto případě se jeho ustanovení pro převod cenného papíru vždy použijí – jedná se např. o úpravu příkazní smlouvy²⁹.

Zákon o dohledu v oblasti kapitálového trhu

Zákon č. 15/1998 Sb., ve znění pozdějších předpisů je veřejnoprávním předpisem upravující činnost orgánu dohledu nad kapitálovým trhem v ČR, tedy České národní banky (dále jen „ČNB“). Zákon o dohledu v oblasti kapitálového trhu nám podrobněji specifikuje rámcově dané pravomoci ČNB zákonem o ČNB č. 6/1993 Sb., ve znění pozdějších předpisů. Zákon se skládá z třinácti částí. Některé z nich byly zrušeny z důvodů novelizace tohoto zákona. Zákon nám stanoví pravomoc a působnost ČNB v oblasti kapitálového trhu, dále upravuje některé druhy protiprávního jednání

²⁷ www.nsoud.cz

²⁸ KOTÁSEK, Josef a Jarmila POKORNÁ. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, s. 44. Právnícké učebnice (C.H. Beck). ISBN 978-807-1794-547.

²⁹ KOTÁSEK, Josef a Jarmila POKORNÁ. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, s. 46. Právnícké učebnice (C.H. Beck). ISBN 978-807-1794-547.

subjektů kapitálového trhu a sankce za ně ukládané. Vzhledem k častým novelizacím tohoto zákona, je zákon v dnešní podobě předpisem nesystematickým a z mého pohledu i chaotickým.

O dohledu v oblasti kapitálového trhu pojedná samostatná kapitola této práce.

Zákon o dluhopisech

Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech vznikl v kontextu nutných změn legislativy před přijetím České republiky do Evropské unie. Zákon o dluhopisech (dále jen „DluhZ“) je systematicky rozdělen do čtyř částí. Část první obsahující základní ustanovení. Obsahuje definici předmětu úpravy, definici dluhopisu jeho náležitostí a podob, dále jsou zde stanoveny podmínky, kdo může být emitentem³⁰ dluhopisu a jaké jsou podmínky pro jeho schválení. Ve druhé části zákona jsou upraveny zvláštní typy dluhopisů (Státní dluhopisy a dluhopisy České národní banky, komunální dluhopisy, hypoteční zástavní listy, vyměnitelné a prioritní dluhopisy, podřízené dluhopisy a sběrné dluhopisy). Část třetí tohoto zákona upravuje dohled České národní banky – některá správní delikty a sankce za ně udělované. Část čtvrtá obsahuje ustanovení společná, přechodná a závěrečná, jejichž obsahem je například i stanovení promlčecí doby k právům spojeným s dluhopisem, případně subsidiární použití jiných právních předpisů.

V listopadu 2011 předložila vláda poslanecké sněmovně novelu DluhZ, který si klade za cíl snížení administrativní zátěže při vydávání dluhopisů a zpřesnění jednotlivých pojmů, mimo jiné i pojmu samotného dluhopisu. Dle návrhu by mělo dojít i k úpravě komunálních dluhopisů, zejména účelu jejich vydání. Nejpodstatnější změnou v návrhu je zrušení dohledu ČNB nad emisí veřejně neobchodovaných dluhopisů a dále možnost emise dluhopisů fyzických osob.³¹ Fyzické osoby mohou vydávat dle stávající úpravy dluhopisy pouze v případě, že jsou bankou s místem podnikání na území některého z členských států Evropské unie nebo jiného státu tvořící Evropský hospodářský prostor³²

O dluhopisech, jakožto druhu investičního nástroje bude pojednáno samostatně.

³⁰ Emitent = vydavatel cenného papíru

³¹ Filkuková, V., Komora, M., Bič na zadlužené obce in Právo a byznys, únor 2012, Mladá Fronta: 2012, s. 24

³² § 3 zákona č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů

Zákon o kolektivním investování

Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, byl přijat jako jeden z mnoha zákonů v oblasti kapitálového trhu před 1. květnem 2004, do kdy byla Česká republika povinna harmonizovat své vnitrostátní právo s předpisy závaznými pro členské státy EU. Zákon o kolektivním investování (dále jen „ZKI“) je systematicky dělen do dvanácti částí. Zákon upravuje Fondy kolektivního investování, investiční společnosti, Depozitář fondu kolektivního investování, pravidla pro vydání povolení k činnosti subjektů kolektivního investování. Obsahem zákona jsou i ustanovení v části jedenácté ZKI o dohledu v oblasti kolektivního investování, který je svěřen jak České národní bance, tak ve vymezených případech i orgánům dohledu jiných členských států EU.

2.2.2. Další právní předpisy významné pro kapitálový trh

Vzhledem k tomu, že problematika kapitálového trhu, je jak bylo řečeno již dříve, problémem mezioborovým týkajících se mnoha právních oborů, níže uvádím další významné právní předpisy pro tuto oblast, které mají značný přesah snad do všech právních oblastí.

- Zákon č. 6/1993 Sb., o ČNB, ve znění pozdějších předpisů
- Zákon č. 500/2004 Sb., správní řád, ve znění pozdějších předpisů
- Zákon č. 4/2009 Sb., trestní zákon, ve znění pozdějších předpisů
- Zákon č. 99/ 1963 Sb., občanský soudní řád, ve znění pozdějších předpisů
- Zákon 97 / 1963 Sb., o mezinárodním právu soukromém a procesním, ve znění pozdějších
- Zákon č. 191/ 1950 Sb., směnečný a šekový, ve znění pozdějších předpisů
- Zákon č. 219 / 1995 Sb., devizový zákon, ve znění pozdějších předpisů
- Zákon č. 280/ 2009 Sb., daňový řád, ve znění pozdějších předpisů

Pro úpravu právních vztahů v oblasti kapitálového trhu je charakteristická právní úprava i prostřednictvím podzákoných právních předpisů, zejména vyhlášek a nařízení, které mají funkci zpřesnit ustanovení zákonných norem. Je tomu tak, z důvodu potřeby rychlé reakce na aktuální společenský a ekonomický vývoj, jelikož nová úprava prostřednictvím novelizace zákona by byla zdlouhavou a formou. Tím by mohlo dojít, také k újmě některých účastníků kapitálového trhu. Nejtypičtějšími podzákonými

normami v oblasti kapitálových trhů jsou vyhlášky vydané Českou národní bankou a Ministerstvem financí. Níže uvádím několik podstatných podzákoných předpisů pro tuto oblast.

- Vyhláška č. 234/2009 Sb., o ochraně proti zneužívání trhu a transparentci,
- vyhláška č. 233/2009 Sb., o žádostech, schvalování osob a způsobu prokazování odborné způsobilosti, důvěryhodnosti a zkušenosti osob a o minimální výši finančních zdrojů poskytovaných pobočce zahraniční banky,
- vyhláška č. 236/2008 Sb., o informačních povinnostech organizátora regulovaného trhu a provozovatele mnohostranného obchodního systému,
- vyhláška č. 235/2008 Sb., o informačních povinnostech provozovatele vypořádacího systému a centrálního deponitáře cenných papírů,
- vyhláška č. 114/2006 Sb., poctivé prezentaci investičních doporučení,
- vyhláška č. 58/2006 Sb., o způsobu vedení samostatné evidence investičních nástrojů a evidence navazující na samostatnou evidenci,
- vyhláška č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry,
- vyhláška č. 143/2009 Sb., o odbornosti osob, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry své činnosti.

2.2.3. Právo EU a jeho dopad na kapitálový trh v ČR

Právní úprava kapitálového trhu, jakožto segmentu, která má častý přeshraniční dopad, je předmětem časté normotvorby orgánů Evropské unie (dále jen „EU“). Prameny práva EU nacházíme jak v právu primárním tvořeném na bázi multilaterálních mezinárodních smluv, které mají vytyčovat cíle evropské integrace, tak zejména v pramenech práva tzv. sekundárního (odvozeného) od nich. Prameny sekundárního práva, které nejvíce zasahují do oblasti kapitálového trhu jsou Směrnice a Nařízení EU. Směrnice jsou charakteristické, tím, že mají tzv. nepřímý účinek, tj. stanoví pouze cíl a je na každém státu jakým způsobem ho provede ve svém vnitrostátním právním řádu. Nařízení, mající tzv. přímý účinek jsou pro své adresáty tzv. bezprostředně závazná, bez ohledu na tzv. inkorporaci (vtělení) jejich obsahu do právních úprav jednotlivých členských států. Jednotlivci se jimi musí řídit, bez ohledu na to, zda státy je provedou svými zákony či nikoli. Dalšími předpisy práva EU jsou Rozhodnutí, ty nejsou obecně

závaznými právními předpisy, jejich funkcí je vydání „komentáře“ k řešenému případu. Doporučení a Stanoviska jsou posledními právními předpisy EU, které jsem dosud nezmínil. Tyto prameny nejsou obecně závaznými předpisy, ale jejich úkolem je interpretace právních norem EU.

Směrnice MiFID, hybatel právních úprav oblasti kapitálových trhů v Evropě

Jak je již předestřeno nadpisem této podkapitoly, jejím předmětem bude Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů (dále jen MiFID). Originální název Směrnice v anglickém jazyce je *The Markets in Financial Instruments Directive*. Společně se směrnicí MiFID byly dále přijaty Směrnice Komise 2006/73/ES a Nařízení Komise č. 1287/2006. Oba právní předpisy navazují na MiFID úpravou povinností investičních podniků³³. Směrnicí MiFID se zrušuje směrnice Rady 93/22/EHS a zároveň dochází ke změně dvou dalších směrnic, a to směrnice Rady 85/611/EHS¹³ a směrnice 2000/12/ES¹⁴ Evropského parlamentu a Rady. Do českého právního řádu bylo nutno Směrnicí MiFID provést legislativní změnou ZPKT, který byl změněn zákonem 230/2008 Sb. Směrnice MiFID je z formálního hlediska členěna do pěti hlav a jsou k ní připojeny dvě přílohy.

MiFID upravuje zejména podmínky podnikání na kapitálovém trhu. Oproti původní úpravě přichází s novým pojetím finančních nástrojů a investičních služeb, nově upravuje také kategorizaci zákazníků a rozsáhle řeší pravidla nejlepšího provedení pokynu zákazníku. MiFID v neposlední řadě vymezuje alternativní tržní platformy a rozšiřuje pojetí opatření k transparentci trhu.³⁴

Níže bych nastínil některé změny, která nám směrnice MiFID přinesla, jedná se zejména o nové pojmy, který byly zakotveny do znění ZPKT a které chápu jako změny nejdůležitější:

Regulované trhy – tímto pojmem došlo k formálnímu přejmenování burz cenných papírů na tzv. regulované trhy, v dnešní podobně existují v ČR ve třech podobách (viz. kapitola 3.1.).

Obchodník s cennými papíry – od provedení MiFID může být obchodníkem s cennými papíry na území ČR i s.r.o a jeho předmětem podnikání nemusí být jen investiční služby, dále snižuje požadavek na výši základního kapitálu.

³³ [Http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/sc_2863.xml](http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/sc_2863.xml) [online]. [cit. 2012-03-15].

³⁴ [Http://www.cnb.cz/cs/legislativa/leg_kapitalovy_trh/mifid/index.html](http://www.cnb.cz/cs/legislativa/leg_kapitalovy_trh/mifid/index.html) [online]. [cit. 2012-03-15].

Investiční služby – Směrnice MiFID nám rozdělila investiční služby na služby hlavní a služby doplňkové, mezi hlavní patří zejména³⁵ - přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů, provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka, investiční poradenství týkající se investičních nástrojů, provozování tak zvaného mnohostranného obchodního systému (dále jen „MTF“).³⁶ Mezi služby doplňkové patří³⁷ zejména úschova a správa investičních nástrojů, poskytování úvěru nebo půjčky zákazníkovi obchodníka s cennými papíry za účelem umožnění obchodu s investičními nástroji, poradenská činnost týkající se kapitálového trhu, poskytování investičních doporučení a analýzy a další dle § 4 odst. 3 ZPKT. V případě poskytování investičních služeb je zde změna v zařazení poskytování investičního poradenství do služby hlavní.

Mnohostranný obchodní systém - je nový systém regulovaného trhu, jehož cílem je potlačení monopolu burz, je podobný organizovanému trhu, ale je možné, aby ho provozoval i obchodník s cennými papíry. Na tomto trhu neexistují žádné regulační opatření a tudíž je zde mnohem jednoduší umístit jednotlivé investiční nástroje.³⁸

Kategorizace zákazníků – směrnice MiFID má za jeden z cílů zjednodušení obchodování na kapitálovém trhu, který by se měl stát dostupnější pro všechny osoby z řad investorů - zákazníků: Směrnice nám přináší dělení zákazníků na :

- profesionální zákazník³⁹ - tuto formu ZKPT před implementací MiFID znal. Poskytuje se mu v zásadě nejnížší formy ochrany, rozumí se jím dle ZPKT např. banka, spořitelna a úvěrové družstvo, pojišťovna, zajišťovna, investiční společnost, investiční fond, penzijní fond a jiné. Předpokladem pro poskytování nejnížší možné ochrany je předpoklad „profesionality“ (odbornosti). Profesionální zákazník musí splnit alespoň dvě z následujících podmínek: celková výše aktiv odpovídající částce alespoň 20 000 000 EUR, čistý roční obrat odpovídající částce alespoň 40 000 000 EUR, vlastní kapitál odpovídající částce alespoň 2 000 000 EUR .
- Profesionální zákazník na žádost⁴⁰ – v případě zákonem stanovených požadavků se může stát profesionálním zákazníkem i osoba, která tyto

³⁵ § 4 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

³⁶ § 69-73 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

³⁷ § 4 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

³⁸ § 69-73 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

³⁹ § 2 písm. a) zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

⁴⁰ § 2 písm. b) zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

požadavky nespĺňuje, a to na vlastní žádost. Zároveň musí splnit alespoň dva z následujících požadavků - provést za každé z posledních čtyř po sobě jdoucích čtvrtletí na příslušném regulovaném trhu obchody s investičním nástrojem, jehož se žádost týká, ve významném objemu a v průměrném počtu alespoň deset obchodů za čtvrtletí, objem jeho majetku tvořeného peněžními prostředky a investičními nástroji odpovídá částce alespoň 500 000 EUR, vykonával po dobu nejméně jednoho roku nebo vykonává v souvislosti s výkonem svého zaměstnání, povolání nebo funkce činnost v oblasti finančního trhu, která vyžaduje znalost obchodů nebo služeb, jichž se žádost týká.

- Neprofesionální zákazník – tento pojem nemá žádnou zákonnou definici, tudíž se budeme muset spokojit s výkladem a contrario ve vztahu k pojmu profesionální zákazník. Jedná se tudíž o zákazníka, který nespádá pod definici zákazníka profesionálního dle díky § 2 a ZPKT.

K identifikaci zákazníků do jednotlivých kategorií slouží tzv. investiční dotazník, který vyplní každý zákazník před uskutečněním prvních transakcí. Obchodník s cennými papíry by poté měl jasně identifikovat o jaký typ zákazníky se jedná a i jakou investiční strategii zákazník zvolí.

Transparence trhu – směrnice klade důraz na transparentci kapitálových trhů, zejména tím, že specifikuje jednotlivé požadavky na podávání informací jak od obchodníků z cennými papíry, emitenty, tak investory.

Pokud bych shrnul základní zásady obsahující Směrnici MiFID, jednalo by se zřejmě a následující

- individualizace zákazníků,
- snaha o zjednodušení přístupu na kapitálový trh (u neveřejné nabídky),
- Zjednodušení obchodování (snaha o laicizaci systému pro investory),
- Transparence ve vztahu k investorům, ale i emitentům (informační povinnosti obou subjektů),
- Flexibilita dohledu (tzv. evropský pas).

3. Subjekty kapitálového trhu v České republice

Předmětem této kapitoly je nastínit právní postavení subjektů kapitálového trhu a seznámit se s jejich činností, tak jak jim to ukládá zákon, případně tak je známo z jejich praxe.

3.1. Regulované trhy

Tento pojem se dostává do zákona o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen „ZPKT“) transpozicí Směrnice MiFID . Nahrazuje se dosavadní pojem burzy cenných papírů. Unifikace do pojmu regulované trhy nám v ČR představují tři odlišné trhy, která měly v minulosti odlišné postavení . Viz. následující tabulka⁴¹:

<i>Název</i>	<i>Právní forma do 30.6.2008</i>	<i>Právní forma po 1.7.2008 (dokončení transpozice MiFID)</i>
Burza cenných papírů Praha , a.s.	Burza cenných papírů s oficiálním trhem	Regulovaný trh, má oficiální trh a provozuje mnohostranný obchodní systém
RM-SYSTÉM. Česká burza cenných papírů , a.s.	Mimoburzovní trh	Regulovaný trh, má oficiální trh a provozuje i mnohostranný obchodní systém
Power Exchange Central Europe , a.s.	Komoditní burza	Regulovaný trh, komoditní burza

Po provedení novely ZPKT č. 230/2008 Sb., ztratilo slovo burza cenných papírů v právní úpravě svůj formální obsah, což vedlo k použití tohoto označení i pro trhy, které dosud za burzy cenných papírů považovány nebyly a ani považovány být nemohly. Jedná se zejména v České republice o společnost RM-SYSTÉM. Česká burza

⁴¹ *Slovník bankovníctví, pojišťovnictví a kapitálových trhů*. 1. vyd. Praha: Public History, 1998, s. 15. ISBN 80-902-1932-2.

cenných papírů, a.s., která tento název začala od roku 2008 používat. Šlo zejména o krok pro tuto společnost důležitý z jejího marketingového významu.

Vzhledem k tomu, že již bylo mnohokrát poukázáno na to, že kapitálový trh je nejen problematikou právní, ale zejména ekonomickou, není možno vynechat dělení ekonomické, které nám dělí trhy burzovní a mimoburzovní. Burzovní trh je specifický tím, že spočívá na členském principu. Trh mimoburzovní členský princip nepožaduje. Z ekonomického hlediska, tak RM-SYSTÉM. Česká burza cenných papírů, a.s. je vzhledem ke své povaze stále považována za trh mimoburzovní⁴². Z obecného hlediska, jen pro doplnění pojmů se burzou předpokládá místo, kde ve stanoveném čase zájemci kupují a prodávají zboží určitého druhu⁴³. Burzy se dále dělí z hlediska předmětu jejich obchodování na burzy cenných papírů (finanční burzy) a burzy komoditní (se zbožím).

Organizátorem regulovaného trhu v ČR dle ustanovení § 37 a následujících ZPKT může být v ČR pouze právnická osoba, která organizuje regulovaný trh na základě povolení České národní banky. Dalším předpokladem pro vznik činnosti organizátora regulovaného trhu je právní forma a.s. nebo s.r.o. V případě a.s. musí být její akcie vedeny v zaknihované podobě, případně listinné, znějící na jméno. S.r.o v tomto případě musí obligatorně mít zřízenou dozorčí radu. Minimální výše základního kapitálu je stanovena na 730 000 EUR, základní kapitál musí být zcela splacen. Žadatel o udělení povolení musí též doložit návrh pravidel na obchodování na jeho trhu a splnit personální a odborné požadavky. Povolení lze udělit i na dobu neurčitou. Označení „regulovaný trh“, „burza cenných papírů“ smí použít jen organizátor regulovaného trhu. V případě, že organizátor regulovaného trhu, chce provozovat další podnikatelskou činnost je povinen ji zaregistrovat u ČNB.

3.1.1. Burza cenných papírů Praha , a.s.

Je organizátorem trhu s cennými papíry již do roku 1992. Jejím založení předcházela vznik přípravného výboru tvořeného z 8 bank. Přípravný výbor se později přeměnil na sdružení, které se později s přijatým zákonem o burze přeměnilo v a.s. : Burza cenných papírů Praha (dále jen „BCPP“). Obchodování bylo spuštěno 6. dubna

⁴² BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2009, s. 445. Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-80-7400-801-6.

⁴³ JÁNOŠÍKOVÁ, Petra, Petr MRKÝVKA a Ivan TOMAŽIČ. *Finanční a daňové právo*. 1. vyd. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2009, s. 58. ISBN 80-738-0155-8.

1993⁴⁴. Anglický název používaný v mezinárodním obchodním styku zní Prague Stock Exchange, hlavní index pražské BCPP má zkratku PX .

V dnešní době je trh regulovaný BCPP rozdělen do následujících segmentů:

- Hlavní trh – zde probíhá obchodování s nejkvalitnějšími kótovanými cennými papíry: Jedná se akcie těch největších společností, o jejich přijetí rozhoduje výbor pro kotaci. Tento trh je zpravidla tak zvaným kurzotvorným trhem obecně všech burz .
- Vedlejší trh – na něm se obchoduje rovněž s nejkvalitnějšími kótovanými cennými papíry trhu, jen jsou zde stanoveny mnohem nižší nároky na objem části emise vydané na základě veřejné nabídky. O umístění investičních nástrojů na tento trh rozhoduje též výbor pro kotaci.
- Volný trh – je určen zejména pro emise, jejichž emitent nespĺňuji podmínky pro přijetí na jiný trh⁴⁵.

Vnitřní struktura burzy je též představována orgány BCPP: Orgány BCPP jsou ustanoveny stanovami BCPP. Vrcholným orgánem BCPP je Valná hromada, jejím úkolem je schvalování nejdůležitějších činností burzy. Největším akcionářem pražské burzy je společnost CEESEG Aktiengesellschaft s podílem 92,739 %, tj. Vídeňská burza cenných papírů. Dalším orgánem je dozorčí rada, která má především kontrolní funkci. Složena je ze šesti členů a jejím hlavním úkolem je dohlížet na výkon působnosti burzovní komory. Burzovní komora, další orgán burzy, její členové jsou voleni valnou hromadou. Burzovní komora vykonává funkci statutárního orgánu burzy, který řídí její činnost a jedná jejím jménem. Dále tvoří orgány burzy výbory – výbor pro členské otázky (posuzuje zda členové burzy plní stanovené podmínky a povinnosti vnitřními předpisy burzy, projednává návrhy na přijetí nebo ukončení činnosti na burze), výbor pro kotaci (přijímá cenné papíry k obchodování na hlavním trhu, podílí se na kontrole dodržování informačních povinností emitentů vyplývajících z burzovních pravidel), výbor pro burzovní obchody (zabývá se návrhy a podněty související s obchodováním, např. parametry obchodování, podmínky činnosti tvůrců trhu,

⁴⁴ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, s. 103. ISBN 978-80-7357-297-6.

⁴⁵ JÁNOŠÍKOVÁ, Petra, Petr MRKÝVKA a Ivan TOMAŽIČ. *Finanční a daňové právo*. 1. vyd. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2009, s. 242. ISBN 80-738-0155-8.

zavádění nových produktů a funkcionalit)⁴⁶. BCPP má též včele svého ředitele, tím je Ing: Petr Kobic, který svou funkci vykonává již od září 2004.

BCPP již za dobu své činnosti obdržela řadu ocenění. V červnu 2001 se burza stala přidruženým členem Federace evropských burz, v květnu 2004 se vstupem ČR do EU, se stala jejím řádným členem. V květnu 2004 udělila americká komise pro cenné papíry (US SEC) pražské burze statut definované zahraniční burzy cenných papírů., tím se BCPP zařadila na seznam bezpečných neamerických burz doporučovaných americkým investorům⁴⁷.

3.1.2. RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů

Obchodní platforma RM-Sytém začal v České republice fungovat 24.května 1993. RM-SYTÉM, tak navázal svou organizací a i technickým a programovým vybavením na tak zvaný systém registračních míst, který tady sloužil při první a druhé vlně kuponové privatizace v letech 1992-1994. RM- SYSTÉM (dále jen „RM-S“) ve svém názvu od implementace směrnice MiFID , která byla provedena zákonem č. 230/2008 Sb., nese název též burza cenných papírů. Název burza cenných papírů, je možno užít i pro tento trh z důvodu, že výše uvedené novela ZPKT definici pojmu burza cenných papírů vypouští. Z ekonomického pohledu, kdy trhy dělíme na trhy burzovní a mimoburzovní, bychom RM-S zařadili jako trh mimoburzovní převážně důvodu absence prvku členskému principu. RM-S je postaven na tzv. principu zákaznickém, z toho vyplývá, že na RM-S je způsobilá obchodovat jakákoli právnická osoba nebo fyzická osoba, která je vedena v evidenci zákazníku RM-S a uhradí stanovený poplatek. RM-S dále rozeznává tři skupiny zákazníků :

1. Zákazníci běžní tito zákazníci k zadávání pokynů využívají obchodních míst RM-S
2. On-line zákazníci tito zákazníci používají pro zadávání pokynů ke koupi a prodeji investičních nástrojů on-line stanic

⁴⁶ [Www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Profil-Burzy-Struktura](http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Profil-Burzy-Struktura) [online]. [cit. 2012-03-29].

⁴⁷ [Www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Profil-Burzy](http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Profil-Burzy) [online]. [cit. 2012-03-29].

3. Internetové zákaznicky tito zákazníci k přístupu ke svému portfoliu využívají služby aplikace EasyClick⁴⁸.

Společnost RM-S provozuje dva oddělené burzovní trhy investičních nástrojů. Ve smyslu § 65 ZPKT trh oficiální a trh volný, ten má charakter tzv. mnohostranného obchodního systému dle díky § 69-73 ZPKT. Cenné papíry, které jsou obchodovány na trhu hlavním musí splnit přísnější požadavky definované ZPKT. Jedná se zejména o podmínky k přijetí k veřejnému obchodování. Na volném trhu je možnost obchodovat každý přijatý cenný papír, nebo derivát, který je již obchodován na regulovaném trhu jiného členského státu tvořící EU nebo Evropský hospodářský prostor.⁴⁹

RM-S má proti Burze cenných papírů Praha, a.s. mnoho dalších výhod, jedná se zejména o výhody pro menší investory, kteří chtějí zhodnotit svoje osobní volné finanční prostředky na kapitálovém trhu. Mezi tyto výhody patří následující aspekty:

nabídka titulů - na české burze RM-S zákazník může obchodovat nejenom mnoho českých akciových titulů, ale rovněž má příležitost investovat v českých korunách do řady zahraničních titulů jako je například Nokia, Microsoft, Intel a řada dalších. Obchodovat může pokynem EasyClick standardně po jednotlivých kusech.

On-line vypořádání - Burza RM-SYSTÉM nabízí jedinečnou možnost on-line vypořádání v čase T+0. Fakticky se již v době realizace obchodu zákazník stává oficiálním majitelem cenného papíru.

Doba obchodování - On-line je možné se účastnit od 9:00 do 17:00 hodin. RM-SYSTÉM je nejdéle otevřenou burzou v České republice. Velkou výhodou je tudíž možnost reagovat na aktuální situaci na trhu i v podvečerních hodinách – výhoda reagovat především na západní trhy kde je časový posun – h.

Inteligentní pokyny - RM-S jako jediná burza v Česku nabízí pokyn typu Stoploss přímo na úrovni burzy. Informace o Stop ceně jsou vedeny přímo v obchodním systému burzy⁵⁰

V dnešní době je RM-S svou majetkovou strukturou ve 100% vlastnictví společnosti FIO , která v České republice provozuje též bankovní ústav a je držitelem licence obchodníka s cennými papíry. FIO si akvizici v podobě RM-S do své skupiny

⁴⁸ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, s. 103. ISBN 978-80-7357-297-6.

⁴⁹ BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2009, s. 446. Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-80-7400-801-6.

⁵⁰ [Http://www.rmsystem.cz/chci-obchodovat/zaciname-obchodovat - prezentace RM-S](http://www.rmsystem.cz/chci-obchodovat/zaciname-obchodovat - prezentace RM-S) [online]. [cit. 2012-03-29].

pořídilo v roce 2006, dříve tj. od roku 2003 byla osobou ovládající tuto a.s. finanční skupiny J&T.⁵¹

Stejně jako BCPP má RM-S též své vnitřní orgány, těmi jsou ředitel společnosti, mezi jeho kompetence patří opatření, kterými chrání akcionáře a účastníky kapitálového trhu, dalšími orgány jsou komise funkce mají stejnou jako u BCPP výbory .

3.2. Mnohostranné obchodní systémy

V České republice v současné době, tento systém obchodování v samostatné formě neexistuje. Jako druhý trh ho využívají dva ze tří výše zmíněných provozovatelů regulovaného trhu. Pro mnohostranný obchodní systém se v anglickém jazyce používá termín „*multilateral trading facility*“ (dále jen „MTF“). Pozitivem pro obchodování v rámci MTF je především snížení transakčních nákladů k uskutečnění operací. Obchodování v MTF se historicky vyvinulo z tzv. „*over the counter*“ obchodování, v češtině tzv. obchodování přes překážku – obchodů organizovaných mimo burzovní trh. Česká právní úprava pro MTF obchody se nachází v ZPKT v § 69 – 73 . MTF v České republice dělíme na tzv. :

- mnohostranné obchodní systémy provozované obchodníkem s cennými papíry,
- mnohostranné obchodní systémy provozované organizátorem regulovaného trhu⁵².

Podmínky pro vznik MTF, jsou jednodušší než pro vznik regulovaného trhu. MTF musí mít nastavená transparentní pravidla jak vztahu navenek, tak ve vztahu směrem dovnitř ke svým zákazníkům. ZPKT v § 69 písm. a) výslovně stanoví požadavek na transparentní pravidla obchodování v MTF, které musí zajišťovat spravedlivé a řádné obchodování a stanovit objektivní kritéria pro provádění pokynů.

Organizátor MTF, není na rozdíl od organizátora trhu regulovaného oprávněn zřizovat stálý rozhodčí soud, nevylučuje to však užití rozhodčí doložky či ustanovení rozhodce ad hoc , nebo případně řešit spor u zřízeného soudu regulovaným trhem.

⁵¹ [Http://www.euro.cz/detail.jsp?id=80001](http://www.euro.cz/detail.jsp?id=80001) [online]. [cit. 2012-03-29].

⁵² RADVAN Michal, KYNCL Libor, Moždiaková Michaela. *Právo kapitálového trhu*. MU Brno : 2010, s. 20. ISBN 978-80-210-5277-2.

V porovnání s Českou republikou je jejich provozování ve světě mnohem četnější. Samozřejmě, počítám-li do tohoto hodnocení svět západní s vyspělými tržními ekonomikami. Je to samozřejmě díky tomu, že zákonné požadavky na vznik MTF trhů nebývají tolik striktní jako požadavky pro regulované trhy. Nejznámějším evropským MTF je mnohostranný obchodní systém Chi-X, který byl založen v roce 2007, čímž reagoval na nabytí účinnosti Směrnice MiFID. Těmi nejznámějšími světovými MTF jsou například v Spojených státech NASDAQ,⁵³ který byl vytvořen již v 60. letech dvacátého století, dále JASDAQ, jedná se o japonský mnohostranný obchodní systém, který zde funguje od roku 1991.⁵⁴

3.3. Obchodníci s cennými papíry

Právní úprava obchodníků s cennými papíry (dále jen „OCP“) je obsažena v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen „ZPKT“) a obchodním zákoníku. Jak nám praví, již důvodová zpráva k ZPKT, ve které je vystižen účel záměr právní úpravy OCP :

Investice na kapitálovém trhu jsou vždy spojeny s určitou mírou rizika, která je tím vyšší, čím méně informovaný a zkušený je investor. Proto je třeba klást vysoké nároky na odbornost, zkušenosti a bezúhonnost osoby, která poskytuje investiční služby. Stejně tak je třeba stanovit přesná pravidla a podmínky, za jakých mohou být tyto služby poskytovány.⁵⁵ Na pozadí těchto zásad byla formulována zákonná definice OCP, dle aktuálního znění ZPKT: „Obchodník s cennými papíry je právnická osoba, která poskytuje investiční služby na základě povolení České národní banky“.

Obchodníky s cennými papíry můžeme dělit na :

- Tzv. nebankovní obchodníci s cennými papíry, v českém právním řádu nesou označení obchodníci s cennými papíry,
- Tzv. bankovní obchodníci s cennými papíry, v rámci nichž rozeznáváme :
 - Komerční banky, které nejsou specializovány na investování na kapitálovém trhu

⁵³ O americkém MTF je pojednáno v závěrečné kapitole

⁵⁴ RADVAN Michal, KYNCL LIBOR, Moždíaková Michaela. *Právo kapitálového trhu*. MU Brno : 2010, s. 20. ISBN 978-80-210-5227-2.

⁵⁵ Důvodová zpráva k zákonu č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu ve znění pozdějších předpisů

- Investiční banky, které jsou specializovány pro investování na kapitálovém trhu – z dnešního pohledu v ČR žádná taková specializovaná banka neexistuje (v zahraničí, např. USA, VB jsou celkem čtete)⁵⁶

Předpokladem pro vznik OCP je právní forma akciové společnosti nebo společnosti s ručením omezeným. V případě akciové společnosti je předpokladem, aby společnost vydala pouze zaknihované akcie, případně akcie na jméno. V případě, že se jedná o s.r.o., tak musí obligatorně zřídit dozorčí radu. Vzhledem k předpokladu založení některého z druhů kapitálových společností je nutnosti, složení základního kapitálu. Základní kapitál musí mít OCP:

- 730.000 EUR – pro obchodníky s cennými papíry, kteří nejsou bankou a nemají omezené poskytování investičních služeb,
- 125.000 EUR – pro obchodníky s cennými papíry, kteří nejsou bankou a zároveň nesmějí poskytovat investiční služby obchodování s investičními nástroji na vlastní účet a upisování nebo umístování investičních nástrojů se závazkem jejich upsání
- 50.000 EUR – pro ostatní obchodníky s cennými papíry⁵⁷.

Již zmíněné povolení od České národní banky (dále jen „ČNB“) se vydává v režimu správního řízení, tj. se pro jeho průběh užíje ustanovení zákona č. 500/2004 Sb., Správního řádu. Předmětem tohoto povolení je poskytování investičních služeb v souladu s § 4 ZPKT. Povolení k poskytování investičních služeb se vydává zpravidla na dobu neurčitou a je nepřevoditelné a nepřechází ani na právního nástupce. Za určitých zákonem daných předpokladů může být i povolení ČNB odňato. K těmto podmínkám se řadí například podmínka, že obchodník nevykonává činnost na základě povolení po dobu delší než 6 měsíců. Odňato může být také z důvodu, pokud obchodník do 12- ti měsíců od udělení povolení nezahájí činnost dle povolení⁵⁸.

Povolení OCP musí zahrnovat alespoň jednu hlavní investiční službu v souladu s §4 odst. 2 ZPKT. OCP může provozovat pouze ty investiční služby, na které má vydané platné povolení. Povolení obchodníka s cennými papíry se uděluje na žádost, samotnému rozhodnutí o vydání povolení předchází splnění řady náležitostí. Důležitým předpokladem pro důvěryhodné fungování obchodníka s cennými papíry je

⁵⁶ RADVAN Michal, KYNCL LIBOR, Moždiaková Michaela. *Právo kapitálového trhu*. MU Brno : 2010, s. 20. ISBN 978-80-210-5227-2.

⁵⁷ § 8a zákona číslo 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

⁵⁸ BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2009, s. 466. Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-80-7400-801-6.

bezpodmínečnost profesionálního personálního zabezpečení (to je v ZPKT upraveno v jeho několika pasážích, nejvýznamnější jsou § 10 a § 14). V souvislosti s tímto požadavkem koresponduje znění § 10 ZPKT, který obsahuje podmínky pro ustanovení vedoucí osoby OCP. Vedoucí osoba OCP, podléhá též schválení ČNB a jsou na ni kladeny jasně formulované požadavky. V případě, že osoba, která byla schválena ČNB nezačne do 6 měsíců vykonávat svou funkci, její oprávnění zaniká. Další podmínkou, která také vyplývá ze zásady transparentnosti obchodování na kapitálových trzích a která je zmíněna též v důvodové zprávě k ZPKT je například povinné vedení deníku obchodníka s cennými papíry. Jedná se o evidenci přijatých pokynů k obstarání koupě, prodeje nebo jiného převodu investičních nástrojů⁵⁹. Deník je veden v elektronické podobě. Jeho náležitosti upravují dále předpisy Evropského práva⁶⁰.

OCP zároveň musí při poskytování investičních služeb postupovat v souladu s odbornou péčí.⁶¹ Dalším předpokladem je i obezřetnost, jedná se sice o pojem vágní, nicméně se musíme držet myšlenky a cíle ZPKT a v souvislosti s nimi si celý zákon vykládat.

Jak již bylo zmíněno výše, předmětem činnosti OCP je poskytování investičních služeb. Dnešní znění ZPKT nám investiční služby dělí na služby hlavní a doplňkové. Mezi služby hlavní dle § 4 odst. 2 ZPKT patří :

- přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů,
- provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka,
- obchodování s investičními nástroji na vlastní účet,
- obhospodařování majetku zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání,
- investiční poradenství týkající se investičních nástrojů,
- provozování mnohostranného obchodního systému,
- upisování nebo umíst'ování investičních nástrojů se závazkem jejich upsání,
- umíst'ování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání.

Mezi služby doplňkové dle § 4 odst. 3 ZPKT patří :

- úschova a správa investičních nástrojů včetně souvisejících služeb,
- poskytování úvěru nebo půjčky zákazníkovi za účelem umožnění obchodu s investičním nástrojem, na němž se poskytovatel úvěru nebo půjčky podílí,

⁵⁹ § 13 zákona číslo 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

⁶⁰ Čl. 7 a 8 nařízení Komise (ES) č. 1278/2006

⁶¹ § 11 zákona číslo 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

- poradenská činnost týkající se struktury kapitálu, průmyslové strategie a s tím souvisejících otázek, jakož i poskytování porad a služeb týkajících se přeměn společností nebo převodů podniků,
- poskytování investičních doporučení a analýz investičních příležitostí nebo podobných obecných doporučení týkajících se obchodování s investičními nástroji,
- provádění devizových operací souvisejících s poskytováním investičních služeb,
- služby související s upisováním nebo umisťováním investičních nástrojů,
- služba obdobná investiční službě, která se týká majetkové hodnoty, k níž je vztažena hodnota investičního nástroje uvedeného v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu a která souvisí s poskytováním investičních služeb.

3.4. Investiční zprostředkovatelé

Právní úprava postavení a činnosti investičního zprostředkovatele se nachází v § 29 – 32 ZPKT : Investiční zprostředkovatel má zastávat určitý mezistupeň mezi zákazníkem a mezi samotným OCP nebo jiným subjektem kapitálového trhu. Investičním zprostředkovatelem v České republice může být jako fyzická tak právnická osoba podléhající registraci České národní banky. K činnosti investičního zprostředkovatele postačí pouhá registrace, není tak třeba vedení často zdlouhavého povolovacího řízení dle správního řádu. ČNB do 30 dnů ode dne podání žádosti a o registraci žadatele zaregistruje a vydá mu o tom osvědčení. V případě nedostatku v žádosti o registraci ČNB zahájí správní řízení, ve kterém může rozhodnout v případě nedoložení potřebných skutečností o zamítnutí registrace. V případě, kdy zprostředkovatel písemně požádá o zrušení své registrace ČNB registraci zruší⁶². Předpoklady jak pro osobu fyzickou tak právnickou a její statutární orgány jsou jasně stanoveny v § 30 ZPKT. ZPKT stanoví podmínky zejména kladoucí důraz na personální zabezpečení zprostředkovatele. ZPKT rovněž stanoví, že investiční zprostředkovatel musí jednat s odbornou péčí, což si vykládá zejména jako kvalifikované, čestné a spravedlivé jednání v tom nejlepším zájmu zákazníka⁶³.

⁶² § 30 odst. 6 , 7, 8 zákona číslo 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

⁶³ §32 odst. 1 zákona číslo 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

Činností investičního zprostředkovatele se rozumí poskytování investičních služeb za zákonem stanovených omezení.

Je oprávněn poskytovat investiční službu přijímání a předávání pokynů a investiční službu investičního poradenství, avšak jen ve vztahu k investičním cenným papírům nebo cenným papírům vydaným fondem kolektivního investování, nikoli jiným investičním nástrojům. Investiční zprostředkovatel při své činnosti nezískává do své dispozice ani peněžní prostředky ani investiční nástroje zákazníků.⁶⁴

V České republice k dnešnímu dni funguje mnoho investičních zprostředkovatelů z řad fyzických, tak právnických osob, přesný údaj dni 8. březnu 2012 je 10 052 subjektů registrovaných Českou národní bankou.⁶⁵ Cílem jejich činnosti je zejména klientovi zprostředkovat co nejpestřejší nabídku finančních smluv u co největšího počtu finančních institucí.

3.5. Vázání zástupci

Právní úprava vázaných zástupců je rovněž upravena v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu, úprava je obsažena v § 32 ZPKT . Vázaným zástupce smí v ČR být jak právnická tak fyzická osoba. Tato osoba na základě uzavřené písemné smlouvy s obchodníkem s cennými papíry, nebo jiným poskytovatelem investičních služeb (včetně investičního zprostředkovatele) jeho jménem zařizuje či uzavírá obchody týkající se hlavních investičních služeb přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů a umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání nebo poskytuje investiční poradenství, které se týká investičních nástrojů.⁶⁶

Rozdíl v činnosti investičního zprostředkovatele a vázaného zástupce je zejména v tom, že vázaný zástupce je oprávněn vykonávat činnost investičního zprostředkovatele pouze jménem jednoho samostatného investičního zprostředkovatele, na kterého je tzv. vázán.

⁶⁴ BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2009, s. 468. Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-80-7400-801-6.

⁶⁵ https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB15.BASIC_LISTINGS_RESPONSE_3?p_lang=cz&p_DATUM=08.03.2012&p_hie=HI&p_rec_per_page=25&p_ses_idx=115 [online]. [cit. 2012-03-29].

⁶⁶ BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2009, s. 468. Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-80-7400-801-6.

K činnosti vázaného zástupce se předpokládá zápis do seznamu vázaných zástupců vedený Českou národní bankou, jeho činnost je možno uskutečňovat ode dne provedení zápisu do seznamu vázaných zástupců.⁶⁷

Vázaný zástupce je povinen též stejně jako investiční zprostředkovatel jednat poctivě a v dobré víře⁶⁸, dále pak v souladu s odbornou péčí. Za škodu způsobenou vázaným zástupcem při výkonu jeho činnosti odpovídá zastoupený.

3.6. Investoři

Existence osoby investora je podstatným znakem fungování kapitálového trhu, jelikož bez osoby investora by kapitálový trh nemohl fungovat. Investoři jsou osoby, které mají přebytečné finanční prostředky a jsou ochotny je investovat za účelem zisku do některého typu investičního nástroje. Dnešní znění zákona o podnikání na kapitálovém trhu používá pro ekonomický pojem investora pojmu zákazník. Pojem zákazník je používán zejména z toho důvodu, že originárními původci předmětného kapitálu bývají fyzické osoby, ať již vstupují na kapitálový trh sami prostřednictvím obchodníků s cennými papíry nebo jiných subjektů prostřednictvím, kterých například seskupují svůj kapitál (fondy kolektivního investování). ZPKT zejména z důvodu ochrany těch méně odborně vybavených zákazníků poskytuje jejich dělení do následujících kategorií :

- Neprofesionální zákazník
 - Fyzické osoby, které investují svůj vlastní kapitál, v právních vztazích vystupují jako spotřebitelé a požívají tudíž ochrany dle ustanovení občanského zákoníku týkající se spotřebitelů⁶⁹
 - Právnícké osoby, které investují sami svůj kapitál a mají obdobné postavení spotřebitele
- Profesionální zákazníky, z nichž někteří jsou
 - Tzv. způsobilé protistrany⁷⁰, jedná se o skupinu investorů, která není v ČR zatím zákonem

⁶⁷ §32c zákona číslo 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

⁶⁸ § 32a odst. 7 zákona číslo 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

⁶⁹ Zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů

⁷⁰ Směrnice o trhu finančních nástrojů 2009/39/ES

- Tzv. tvůrci trhu (*market maker*), je jím nazýván burzovní zprostředkovatel v aktivní roli, jeho funkci je neustále kotovat nákupní a prodejní kurzy, tyto příkazy párovat a stanovovat kurz,⁷¹
- institucionální investoři, jedná se o banky, investiční společnosti, investiční fondy, penzijní fondy, pojišťovny, zahraniční osoby oprávněné podnikat ve výše uvedených oborech.⁷²

Pojem profesionální zákazník byl do českého právního řádu začleněn přijetím zákona implementujícího směrnici MiFID⁷³, byl nahrazen dřívější pojem profesionální investor. Dnešní znění ZPKT taxativně stanoví subjekty, kterými se rozumí profesionální zákazník ve svém § 2a. Zákon vyjmenovává nejen jednotlivé subjekty, které se za profesionální ho zákazníka označují, ale zavádí i požadavky na určitou výši aktiv, čistý roční obrat nebo vlastní kapitál. Dle současně platné právní úpravy nejsou mezi profesionální zákazníky zahrnuty žádné fyzické osoby.

Jako zvláštní subkategorii profesionálního zákazníka můžeme vymezit tzv. „profesionálního zákazníka na žádost“, předpoklady jsou stanoveny v § 2b ZPKT. Předpokladem je podání žádosti obchodníkovi s cennými papíry, který tuto žádost musí akceptovat. Obsahem žádosti je zacházení se zákazníkem, jako s profesionálním zákazníkem v souladu s § 2a ZPKT.

3.7. Vypořádací systém

Právní úprava vypořádacího systému je obsažena v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu v § 89 a následujících. Hovoří se zde o tzv. vypořádacím systému s neodvolatelností vypořádání („dále jen vypořádací systém“). Činnost vypořádacího systému představuje zajišťování vypořádání obchodů s investičními nástroji a má alespoň 3 účastníky z okruhu bank, družstevních spořitelen, obchodníků s cennými papíry, investičních společností a některých dalších osob. Tito účastníci, z nichž alespoň jeden má sídlo nebo ústředí v České republice se dohodli, že právní vztahy mezi nimi se

⁷¹ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, s. 48. ISBN 978-80-7357-297-6.

⁷² § 5 odst. 1 zákon č.15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu, ve znění pozdějších předpisů

⁷³ Zákon č. 230 / 2008 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony

budou řídit českým právem a jehož existenci ČR oznámila Evropské komisi. Účast na tomto vypořádacím systému se zakládá smlouvou⁷⁴

Povolení k provozu vypořádacího systému uděluje Česká národní banka žadateli, který je akciovou společností nebo společností s ručeným omezeným, musí mít sídlo na území České republiky, počáteční kapitál minimálně 730 000 EUR. Podmínkou je i průhlednost kapitálu a jeho nezávadný původ, dále je třeba předložit obchodní plán a doložit technické i personální zabezpečení k provozování činnosti.

V současné době se provozováním vypořádacího systému v ČR zabývá Centrální depozitář cenných papírů, a.s. Jeho předchůdcem byla společnost UNIVYC, a.s.

3.8. Centrální depozitář

Ustanovení týkající se evidence cenných papírů obsahuje část osmá ZPKT. V českém právním řádu je zakotvena tzv. dvoustupňovitost evidence cenných papírů, vychází-li z ustanovení § 92 ZPKT. V §92 odst. 1 ZPKT je definována centrální evidence cenných papírů, dále je v odst. 2 definováno kdo ji vede, tedy centrální depozitář cenných papírů. V odst. 3 §92 ZPKT je pak uvedeno, kdo může vést navazující evidenci cenných papírů navazující na evidenci vedenou centrálním depozitářem.

Centrální depozitář je právnickou osobou, která vede evidenci investičních nástrojů. Je předepsána právní forma akciové společnosti. Základní kapitál musí mít ve výši minimálně 100 000 000 Kč. Osoba provozující činnost musí používat ve své firmě označení centrální depozitář cenných papírů. Centrální depozitář nesmí vydávat prioritní akcie. K činnosti centrálního depozitáře je nezbytné povolení České národní banky. Centrální depozitář vede provozní řád centrálního depozitáře. Shora jsou uvedeny ty nejdůležitější zákonem stanovené předpoklady pro vznik centrálního depozitáře.

Činnost centrálního depozitáře spočívá zejména ve :

- vedení evidence cenných papírů, kterou stanoví zákon,

⁷⁴ § 82 zákona číslo 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

- přiděluje cenným papírům jejich identifikační číslo, tedy tzv. ISIN (International Securities Identification Number), které slouží pro mezinárodní identifikaci cenných papírů,
- provozuje vypořádací systém, na který se obdobně použijí ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu o vypořádacích systémech,
- vykonává další činnosti, ke kterým je oprávněn na základě povolení od ČNB.⁷⁵

V České republice zahájil Centrální depozitář cenných papírů, a.s. svou činnost 2.července 2010. Jeho vznik se předpokládal již několik let předtím v rámci harmonizace nejen práva, ale i kapitálového trhu jako celku s trhy evropskými. Nahradil tak doposud fungující Středisko cenných papírů. Z důvodu přechodu na ze Střediska cenných papírů na Centrální depozitář bylo od 2. do 7. července 2010 obchodování se zaknihovanými cennými papíry omezeno.

3.9. Garanční fond obchodníků s cennými papíry

Současná právní úprava Garančního fondu obchodníků s cennými papíry (dále jen Garanční fond) je obsažena v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu, přesněji v § 128 a následujících. Existence Garančního fondu zabezpečuje záruční systém nad obchodníky s cennými papíry, poskytuje plnění zákazníkům v případě, že OCP by nebyl schopen dostát svým závazkům. Garanční fond byl zřízen od 1.1.2001. Všichni obchodníci jsou povinni odvádět odvody do tohoto fondu. OCP platí do Garančního fondu roční příspěvek ve výši 2% z objemu výnosů z poplatků a provizí za poskytnuté investiční služby za poslední kalendářní rok. Zdrojem majetku fondu jsou kromě příspěvků OCP, pokuty a výnosy z investování peněžních prostředků.⁷⁶ Garanční fond není státním fondem. Je řízen jeho pětičlennou správní radou, která je zároveň jeho statutárním orgánem. Členové jsou jmenováni ministrem financí na funkční období pěti let. Svou funkci vykonávají v souladu s péčí řádného hospodáře.

⁷⁵ RADVAN Michal, KYNCL LIBOR, Moždiaková Michaela. *Právo kapitálového trhu*. MU Brno : 2010, s. 20. ISBN 978-80-210-5227-2.

⁷⁶ BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2009, s. 123. Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-80-7400-801-6.

3.10. Ratingové agentury

V historii kapitálových trhů mají ratingové agentury svoji významnou pozici. Agentury začaly vznikat již na začátku minulého století. Jejich funkcí, jak vyplývá z překladu slova rating do českého jazyka je hodnocení, hodnotí se především emitenti (vydavatelé cenných papírů) a také investiční nástroje vydané těmito emitenty. První ratingové agentury vznikaly ve Spojených státech amerických. První ratingovou agenturu založil v roce 1909 John Moody, jejím cílem bylo hodnocení obligací železničních společností. Později vznikly další ratingové agentury, mezi ty nejznámější, které fungují do dnes patří u Standard & Poor's a Moody's a Fitch. Role ratingových agentur nabyla na významu v souvislosti s ekonomickou krizí po roce 2007. Jejich hodnocení, která v častých případech nebyla odpovídající skutečnosti měla značný vliv na kapitálové trhy po celém světě. Vliv na nesprávné hodnocení měl zejména ten fakt, že samotné hodnocení bylo často financováno zejména těmi subjekty, které byly předmětem hodnocení.

Výsledkem činnosti ratingových agentur, jak již bylo zmíněno výše je určité hodnocení. Každá z ratingových agentur má své specifické hodnotící stupnice. Zpravidla se vždy skládají z písmenných označení vzestupně dle abecedy. V následující tabulce uvádím pro srovnání hodnotící stupnice třech světově nejrozšířenějších ratingových agentur. Tabulka vychází z hodnocení pro dluhopisy⁷⁷.

Moody's	Standart& Poor's	Fitch	Slovní popis
INVESTIČNÍ STUPEŇ			
<i>I. Vysoký stupeň</i>			
Aaa	AAA	AAA	Nejvyšší kvalita, velmi vysoká schopnost emitenta plnit závazky, úrokové platby jsou kryty vysokou marží
Aa	AA	AA	Vysoká kvalita, dobrá schopnost emitenta plnit závazky, marže pro

⁷⁷ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, s. 232. ISBN 978-80-7357-297-6.

			krytí úrokových sazeb je nižší
2. Průměrný stupeň			
A	A	A	Vyšší střední kvalita, adekvátní předpoklady pro splnění povinností
Baa	BBB	BBB	Přiměřená schopnost plnit závazky, změny vnějších podmínek však mohou snížit platební schopnost dlužníka.
SPEKULATIVNÍ STUPEŇ			
3. Spekulativní			
Ba	BB	BB	Závazky obsahují spekulativní prvky. Budoucí plnění povinností je nejisté.
B	B	B	Plnění závazků v dlouhém období je nejisté.
4. Promeškané			
Caa	CCC	CCC	Nízká kvalita, nebezpečí pro splacení.
Ca	CC	CC	Vysoce spekulativní dluhopisy.
C	C	C	Velmi malá pravděpodobnost splacení.
	D	DDD	Velmi nebezpečné dluhopisy, všechny platby v prodlení nebo nesplnitelné.
		DD	Velmi nebezpečné dluhopisy, všechny platby v prodlení nebo nesplnitelné.

Český právní řád začíná obsahovat ustanovení týkající se ratingových agentur a jejich činnosti až po roce 2000. V současné době se právní úprava týkající se ratingových agentur a jejich činnosti nachází v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu

v jeho šesté části. Česká národní banka je zde uvedena jako orgán vydávající povolení k činnosti ratingové agentury. Vzhledem k dynamice právního vývoje a nutnosti harmonizace právních předpisů se přímo v ZPKT odkazuje na právní předpisy Evropské unie. Z těchto předpisů je pro úpravu ratingu stěžejní zejména Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1060/2009 ze dne 16. Zář 2009, o ratingových agenturách.

Dle mého názoru je nutné, aby státy, eventuelně nadnárodní organizace, jakou je třeba Evropská unie, případně Světová obchodní organizace se snažily sjednotit právní úpravu ratingových agentur a jejich činnosti, zejména k rozsáhlému globálnímu dopadu na světové finanční trhy. Dále je nutno, aby tyto subjekty reagovaly co nejflexibilněji na ekonomický vývoj v celosvětovém měřítku a tomu svá opatření přizpůsobily. Je také zcela nezbytně nutné, aby hodnocení ratingových agentur v případě, že je vyhotoveno na objednávku určitého emitenta bylo taky tak označeno a na případné irelevantní posouzení tak mohl brát investor zřetel a nebylo takovým ratingem ohroženo jeho obchodování.

3.11. Další subjekty kapitálového trhu v České republice

Mezi subjekty práva kapitálového trhu v České republice se řadí i stát, potažmo jeho organizační složka – Ministerstvo financí České republiky. Dalším subjektem je Česká národní banka, která je orgánem dohledu nad finančním trhem v ČR (blíže je o její roli pojednáno v samostatné kapitole). Subjektem práva kapitálového trhu jsou i komerční banky, investiční společnosti, fondy kolektivního investování (o nich je pojednáno též podrobněji ve zvláštní kapitole práce), penzijní fondy. Mezi další subjekty můžeme například zařadit organizace jejichž cílem je podávání aktuálních informací, které mají dopad na obchodování na kapitálových trzích.. Jedná se zejména o zpravodajské agentury specializující se zejména na podávání informací majících dopad na finanční trhy jako celek, například jmenovitě agentury Bloomberg a Reuters. Role takovýchto subjektů je dle mého názoru velice podstatná, jelikož tím nejcennějším prvkem při obchodování na kapitálových trzích je zejména dostatek aktuálních a relevantních informací o emitentech investičních nástrojů a skutečnostech majících vliv na jejich činnost. Samozřejmě za předpokladu, že se jedná o informace pravdivé, nikoli zkreslené. V České republice funguje i několik organizací, které se zabývají rozvojem povědomí o fungování kapitálového trhu: Příkladem takovéto organizace je Asociace

pro kapitálový trh České republiky, která má jako jeden ze svých cílů vytyčenou i samoregulaci trhu, jedná se o dobrovolnou samoregulaci jejích členů.

4. Objekty práva kapitálového trhu

V této kapitole se bude vymezen pojem investičního nástroje a způsob jejich právní úpravy. Je zde pojednáno o jednotlivých druzích investičních nástrojů, v pořadí jejich četnosti výskytu na kapitálovém trhu. Největší pozornost bude věnována akciím, dluhopisům a finančním derivátům. Nebude opomenut ani jejich zejména ekonomický základ.

4.1. Investiční nástroje dle § 3 zákona o podnikání na kapitálovém trhu

Objektem práva kapitálového trhu se rozumí investiční nástroje dle § 3 zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Investiční nástroj je předmětem hlavního právního vztahu, který vzniká mezi emitentem takového nástroje a jiného subjektu působícího na kapitálovém trhu. Investičním nástroj, případně v ekonomické literatuře časté označení investiční instrument bývá vymežován jako aktivum, které investorovi přináší nějaký nárok na budoucí příjem, a to příjem v podobě dividend, kuponových plateb, kurzových zisků nebo úroků. Lze je rozdělit do jednotlivých skupin na finanční nástroje a reálné nástroje (aktiva)⁷⁸. Mezi finanční nástroje se řadí zejména ty, které nemají hmotnou, hmatatelnou podobu tedy různé druhy cenných papírů (nikoli zbožové cenné papíry, ty nejsou investičním nástrojem), finanční deriváty, pojišťovací kontrakty, termínované nebo spořicí účty a jiné. Mezi reálné finanční nástroje patří zejména ty, co mají hmotnou hodnotu. Například různé formy investic do komodit, tedy zejména drahých kovů uměleckých děl, nemovitostí případně nerostných surovin.

Dle ZPKT, ustanovení paragrafu 3 se investičními nástroji rozumí, investiční cenné papíry, cenné papíry kolektivního investování, nástroje peněžního trhu, opce, futures, forwardy, swapy, jejichž hodnota se vztahuje ke kurzu, případně hodnotě cenného papíru, ke komoditám, klimatickým ukazatelům, přepravním tarifům, emisním povolenkám a dalším ekonomickým ukazatelům z nichž vyplývá práva a vypořádání penězi. Investičními cennými papíry se rozumí cenné papíry, které jsou obchodovány na kapitálovém trhu, jsou jimi zejména – akcie nebo obdobné cenné papíry představující

⁷⁸ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, s. 35. ISBN 978-80-7357-297-6.

podíl na společnosti nebo jiné právnické osobě. Poté také dluhopisy nebo obdobné cenné papíry představující právo na splacení dlužné částky a jiné cenné papíry dle paragrafu 3 ZPKT. Investičním nástrojem však nejsou platební nástroje. Investiční nástroj může dle svých vlastností vykazovat i znaky více druhů investičních nástrojů.⁷⁹

4.2. Cenný papír – pojem, třídění

Nejvýznamnějšími investičními nástroji, jak je patrné z dikce § 3 ZPKT jsou cenné papíry. Obecnou definicí cenných papírů se rozumí listiny ve kterých je inkorporováno určité subjektivní majetkové právo, přičemž toto právo je s listinou spojeno, tak úzce a neoddělitelně, že bez ní nemůže být uplatněno ani převedeno a se zánikem listiny též zaniká.⁸⁰ Dle prof. Dědiče, významného odborníka na cenné papíry v ČR se cenným papírem rozumí spojení subjektivního práva s písemným projevem vůle takovým způsobem, že subjektivní právo sdílí osud písemnosti.⁸¹ Zákonnou definici cenné papíru se v českém právním řádu neobjevuje. Možné přiblížení definici můžeme najít v občanském soudním řádu⁸², v paragrafu 185 písmeno i) o umořování listin, kde se stanoví, že umořit je možné listinu zničenou nebo ztracenou listinu, kterou je třeba předložit k uplatnění práva. Proto bývá k interpretaci tohoto pojmu použito zejména doktrinálního výkladu. Legální definici cenného papíru však neobsahují ani právní řády sousedních států. Takovou definici najdeme pouze ve švýcarském právním řádu. Je třeba upozornit, že ne všechny cenné papíry jsou investičními nástroji ve smyslu ustanovení paragrafu 3 ZPKT.

Obecným právním předpisem pro úpravu cenných papírů je zákon č. 591/1992 Sb. o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů (o tomto předpisu je pojednáno též v kapitole druhé). Cenné papíry jsou podle zákona o cenných papírech akcie, zatímní listy, podílové listy, dluhopisy (včetně vkladových listů a vkladových certifikátů), investiční kupóny, kupóny podle §12 zákona, směnky, šeky, cestovní šeky, náložné listy (včetně konosamentů), skladištní listy a jiné listiny prohlášené za cenné papíry zvláštním zákonem

⁷⁹ §3 zákona číslo 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

⁸⁰ BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2009, s. 429. Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-80-7400-801-6.

⁸¹ DĚDIČ, Jan. *Cenné papíry*. Praha: Prospektrum, 1994, s. 19. ISBN 80-854-3198-X.

⁸² Zákon č. 99/ 1963 Sb., občanský soudní řád, ve znění pozdějších předpisů

Cenné papíry můžeme třídit dle mnoha kritérií, níže zmiňuji kritéria z mého pohledu nejdůležitější. Hlavním kritériem je dle mého názoru podoba, tedy zda je cenný papír vydán v listinné podobě nebo podobě zaknihované. V souvislosti s rozvojem informačních technologií, je v oblasti kapitálového trhu použití cenných papírů v listinné podobě značně na ústupu. Dle § 3 ZCP můžeme cenné papíry třídit z hlediska jejich formy na cenné papíry

- na doručitele (au porteur papíry)
- na řad (ordre papíry)
- na jméno (rektapapíry, au nom papíry).

Forma cenného papíru nám vyjadřuje zejména určení osoby, které svědčí právo z cenného papíru, respektive jeho majitele, případně způsob možného postoupení daného cenného papíru. Výkon práv spojených s cenným papírem na doručitele je spojen s osobou držící cenný papír, tedy osobou, která cenný papír předkládá. Převod cenného papíru na doručitele se uskutečňuje zejména předáním cenného papíru (tradicí), Dalším cenným papírem je cenný papír znějící na řad, ten svědčí osobě, jejíž jméno je uvedeno v nepřetržité řadě rubopisů. Rubopisem, respektive indosamentem se rozumí vlastní písemné prohlášení bývalého oprávněného obsažené na rubu cenného papíru, případně pokud je rub již zaplněn, tak na jeho přívěsku, kterým cenný papír převádí na nového oprávněného, na rubu případně na přívěsku se tímto způsobem tvoří souvislá, řada rubopisů obsahující jména postupných majitelů cenného papíru, přičemž současný majitel je vždy v této řadě uveden na posledním místě. Pouhý záznam v rubopisu či přívěsku však nestačí, cenný papír tak musí být opět také předán novému majiteli.⁸³ Cenné papíry na jméno, jak vyplývá již z jejich označení znějí na jméno určité osoby, teda jméno oprávněného je v nich vždy výslovně uvedeno. Tento typ cenného papíru není převoditelný rubopisem. Jejich převod však tímto není vyloučen. Převod těchto cenných papírů je možný dle obecně závazných občanskoprávních předpisů. Tedy písemnou smlouvou o postoupení práv. Dalším požadavkem je tradice, tedy předání listiny. Povinný z takového to cenného papíru je povinen plnit osobě, jejíž jméno je na takovém cenném papíru výslovně uvedeno, nebo osobě, která se prokáže jak cenným

⁸³ KOTÁSEK, Josef a Jarmila POKORNÁ. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, s. 42. Právnícké učebnice (C.H. Beck). ISBN 978-807-1794-547.

papírem, tak dohodou o postoupení pohledávky, jakožto nový oprávnění z takového cenného papíru⁸⁴.

Další možností třídění je třídění cenných papírů dle mobility, tedy schopnosti jejich oběhu na cenné papíry:

- cenné papíry zastupitelné a nezastupitelné,
- cenné papíry cirkulační, úložné, spekulativní,
- cenné papíry hromadné a individuální,
- cenné papíry obchodovatelné a neobchodovatelné.

Pro kapitálový trh je z hlediska významnosti nejdůležitější dělení cenných papírů z této skupiny dle jejich obchodovatelnosti. Jedná se o cenné papíry, které mohou velmi jednoduše měnit osobu svého majitele, a tudíž nabývají na významu pro alokaci kapitálu. Obchodovatelné cenné papíry je možno ještě dělit na ty, které jsou obchodovatelné na regulovaném trhu a ty které na něm nabízeny nejsou. Veřejně obchodovatelné cenné papíry na regulovaném trhu se nazývají cenné papíry kótované. Z jednotlivých druhů cenných papírů jsou významné zejména akcie, cenné papíry zastupující akcie a dluhopisy. Předmětem nabídky bývají zejména investiční cenné papíry. Procesem, tak zvané kótace se rozumí formalizovaný postup k vydání cenného papíru za účelem obchodování na organizovaném trhu. Jejím cílem je zejména transparence směřující k potenciálním investorům.

Mezi druhy cenných papírů, které jsou nejpodstatnější pro kapitálový trh a obchodování na něm řadíme zejména:

- akcie,
- opční listy
- podílové listy,
- dluhopisy.

⁸⁴ KOTÁSEK, Josef a Jarmila POKORNÁ. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, s. 42. Právnícké učebnice (C.H. Beck). ISBN 978-807-1794-547.

4.3. Akcie

Akcie, jakožto majetkový cenný papír má dle mého názoru největší podíl pro kapitálový ze všech investičních nástrojů. Přestože nejobsáhlejší úpravu akcií obsahuje obchodní zákoník⁸⁵, obecná právní úprava je obsažena v zákoně o cenných papírech⁸⁶, v jehož paragrafu 1 odst. 1 najdeme vymezení akcie, jakožto jednoho z druhů cenných papírů. Pro akcie jsou důležitá i některá ustanovení občanského zákoníku⁸⁷, zejména ustanovení o podílovém spoluvlastnictví a vydržení, které se na akcie též vztahují.

Akcie považujeme za předmět vlastnického práva, její vlastník je oprávněn ji držet, užívat, požívat její plody a užitky a nakládat s ní. Avšak nelze pro akcie uplatnit ustanovené ObčZ o převodu vlastnického práva, jelikož ObchZ, ZPKT a CenP obsahují úpravu odlišnou.⁸⁸ Akcie je výhradně cenným papírem a institutem soukromého práva. Akcie představuje podíl majitele akcie na základním kapitálu akciové společnosti. Dle ZPKT se akcie řadí mezi investiční cenné papíry, které jsou investičními nástroji.⁸⁹ Na kapitálovém trhu, kde akcie jsou chápány jakožto investiční nástroj, bývá záměrem nabyvatele – investora, klasický výkon akcionářských práv, tak jak nám je stanoví ObchZ, ale především zhodnocení jeho investice, potažmo kapitálu za který tento nástroj pořídil. Zhodnocení akcie může investor nabýt nejen z práva na podíl na zisku, tedy dividendy, který je odvislý od hospodaření společnosti většinou v daném časovém období. U kotovaných akcií, tedy těch přijatých k obchodování na regulovaném trhu, které jsou nejčastějším předmětem obchodování na kapitálových trzích, se může současně měnit kurz dané akcie, který vyjadřuje její hodnotu v závislosti na čase a na aktuálních okolnostech. Je tedy důležité zvolit správný moment pro nákup, případně prodej takovéto akcie. Jakýkoli výnos z akcie je tím pádem výnosem spekulacním, jelikož nikdy nemůže být dopředu zcela specifikován jakýkoli výnos, případně i jeho míra.

V případě, že se akciová společnost rozhodne se svými akciemi obchodovat na regulovaném trhu, je nutno, aby po schválení takového kroku svou valnou hromadou, vydala prospekt cenného papíru (akcie) tak jak ji to ukládá ustanovení ZPKT a oznámila

⁸⁵ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů

⁸⁶ Zákon č. 591/1992 Sb., zákon o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů

⁸⁷ Zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů

⁸⁸ KOTÁSEK, Josef a Jarmila POKORNÁ. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, s. 42. Právnícké učebnice (C.H. Beck). ISBN 978-807-1794-547.

⁸⁹ § 3 odst. 1 a 2 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

tuto skutečnost rovněž České národní bance, jakožto orgánu dohledu nad kapitálovým trhem v ČR. Emitent kotovaných akcií má dále uloženy povinnosti, které mají pomoci investorům výkon jejich akcionářských práv a možnost co nejefektivněji reagovat na jakékoli změny týkající se dané společnosti. Tyto povinnosti nám specifikuje ZPKT ve svém § 120, mezi některý z nich patří:

- zajistit rovné zacházení se všemi vlastníky jím emitovaných cenných papírů, kteří jsou ve stejném postavení,
- zajistit výplatu výnosu z cenného papíru, který vydal; výplatu provádí buď sám emitent, nebo ji zajistí prostřednictvím finanční instituce nebo pošty,
- neprodleně uveřejňovat způsobem umožňující dálkový přístup veškeré změny v právech vztahující se na kotovanou akcii,
- předložit organizátoru regulovaného trhu návrh na změnu svých stanov, nebo návrh rozhodnutí o snížení nebo zvýšení základního kapitálu,
- informovat organizátora regulovaného trhu na němž je cenný papír kótován, o každé skutečnosti významné pro ochranu investorů nebo pro řádné fungování trhu a tuto skutečnost uveřejnit způsobem umožňující dálkový přístup.

Jedná se o velmi komplikovaný proces, podrobněji se této problematice budu věnovat v následující kapitole o obchodování na kapitálovém trhu.

4.4. Opční listy

Opční list je podobně jako akcie účastenským cenným papírem. Je cenným papírem, do kterého je vtěleno právo na uplatnění přednostního práva na úpis nových akcií, dle ustanovení § 204a ObchZ, nebo získání vyměnitelných či prioritních dluhopisů, případně upsání akcií, které jsou vydávány majitelům prioritních dluhopisů. Opční listy jsou investičními nástroji dle § 3 ZPKT, zejména dle odstavce 1 a 2 písmena c), jedná se o cenné papíry opravňující k nabytí akcií. Opční listy mohou být za podmínek stanovených v § 65 ZPKT přijaty k obchodování na oficiálním trhu. Podmínkou k tomu je, aby bylo investorům k dispozici maximální spektrum informací

pro posouzení hodnoty akcií, která mají být na základě práv vtělených do opčního listu nabyty a které jim dává zákon.⁹⁰

Obligatořními náležitostmi opčního listu jsou:

- firma a sídlo společnosti
- údaj o tom, kolik akcií a jakého druhu, formy a podoby za něj lze získat nebo
- kolik vyměnitelných nebo prioritních dluhopisů společnosti, v jaké podobě, formě a v jaké jmenovité hodnotě lze získat,
- doba a místo pro uplatnění přednostního práva,
- emisní kurz akcií nebo dluhopisů, k nimž lze přednostní právo uplatnit, nebo způsob určení emisního kurzu (opční listy emisní kurz nemají)
- údaj o tom, že zní na doručitele – v jiné formě být vydány nesmějí

4.5. Podílové listy

Právní úprava podílových listů, jakožto cenného papíru je obsažena kromě obecné úpravy v zákoně o cenných papírech, též v zákoně zvláštním, zákonu o kolektivním investování⁹¹ (dále jen „ZKI“). Dle §1 odst1 ZCP je podílový list cenným papírem. ZKI nám stanoví, že podílovým listem se rozumí cenný papír, který představuje podíl podílka na majetku v podílovém fondu a se kterým jsou spojena další práva plynoucí z tohoto zákona nebo statutu.⁹² ZKI nám dále stanoví obligatořní náležitosti podílového listu:

- název podílového fondu,
- jmenovitou hodnotu podílového listu, jestliže je stanovena,
- údaj o formě podílového listu,
- datum vydání nebo emise podílového listu,
- u listinné podoby též číselné označení podílového listu, podpisy, nebo otisky podpisů osob oprávněných k datu emise jednat jménem investiční společnosti a u podílového listu na jméno též jméno prvního podílníka.

⁹⁰ Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

⁹¹ Zákon č. 189/ 2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů

⁹² §8 zákona č. 189/ 2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů

Investiční společnost pomocí vydávání a prodeje podílových listů, akumuluje investiční prostředky tvořící podílový fond. Přestože jsou prostředky společným majetkem všech vlastníků podílových listů, neuplatní se zde ustanovení občanského práva o spoluvlastnictví. Takovýto majetek nashromážděný v investičním fondu spravuje investiční společnost svým jménem a na účet podílníků fondu. Podíl na zisku dosaženém hospodařením fondu náleží všem společníkům, bližší specifikaci jeho rozdělení zpravidla obsahuje statut podílového fondu⁹³.

Z výše zmíněného zcela jasně vyplývá, že podílový list je soukromým, cenným papírem vydaným osobou soukromého práva. Dále jsou podílové listy cennými papíry podílnickými, jelikož vyjadřují podíl svého majitele na majetku podílového fondu. Jelikož zhodnocení majetku vloženého do podílového listu nepředstavuje jistý zisk označují se za cenné papíry spekulativní.⁹⁴

4.6. Dluhopisy

Právní úprava dluhopisů je obsažena, kromě obecné úpravy cenných papírů, která se nachází v zákoně o cenných papírech, především zákoně o dluhopisech (dále jen „DluhZ“).⁹⁵ Právní úpravu týkající se dluhopisů můžeme najít, ale i v obchodním zákoníku, zákoně o bankách, občanském soudním rádu a jiných předpisech. Paragraf druhý DluhZ zákona stanoví legální definici dluhopisů jakožto „zastupitelného cenného papíru, s nímž je spojeno právo na splacení dlužné částky a je dána povinnost emitenta toto právo uspokojit.“ V současné době dluhopisy představují nejrozšířenější typ finančních nástrojů na světových trzích. Emitentem dluhopisu může být jak soukromá osoba, tak stát. Pro dluhopisy je též známé označení jako „bondy“, to pochází z anglického názvu dluhopisů (v jednotném čísle „bond“).

Emitentem dluhopisů smí být na území České republiky pouze právnické osoby s výjimkou, kdy fyzická osoba je držitelem povolení v některém státě Evropské unie nebo Evropského hospodářského sdružení k výkonu bankovní činnosti. Dluhopis může být vydán jak v listinné tak zaknihované podobě. Může být vydán ve formě na jméno i na doručitele. Dluhopis musí obsahovat prohlášení emitenta, že se zavazuje splatit

⁹³ KOTÁSEK, Josef a Jarmila POKORNÁ. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, s. 333. Právnícké učebnice (C.H. Beck). ISBN 978-807-1794-547.

⁹⁴ KOTÁSEK, Josef a Jarmila POKORNÁ. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, s. 334. Právnícké učebnice (C.H. Beck). ISBN 978-807-1794-547.

⁹⁵ Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů

dlužnou částku, způsobem uvedeným v emisních podmínkách. Další obligatorní náležitostí dluhopisů je údaj o výši výnosu dluhopisu nebo způsob jeho určení. Bývá buďto udán jako výnos fixní nebo je stanovena míra výnosu pohyblivá (floating rate notes). Dále může být výnos dluhopisem stanoven jako jeho disážio, tedy rozdíl mezi jeho jmenovitou hodnotou a emisním kurzem. Právo na výnos z dluhopisu může být odděleno a vtěleno do tzv. kuponu. Kuponem je cenný papír, který slouží k uplatnění práva z výnosu dluhopisu.⁹⁶ Každý dluhopis musí též obsahovat datum jeho emise.

Mezi další náležitosti dluhopisů patří:

- ISIN , jedná se o mezinárodní identifikační označení cenných papírů, v anglickém znění International Securities Identification Number, je přiděleno všem dluhopisům, která mohou být obchodovány na veřejném trhu,
- Údaje o emitentovi,
- Údaje o schválení emisních podmínek,
- Způsob místo výplaty jmenovité hodnoty a výnosu,
- Označení formy dluhopisu,
- Listinný dluhopis znějící na jméno i jméno a příjmení, příp. název jeho prvního vlastníka,
- Listinný dluhopis podpis (nebo jeho otisk) osoby jednající za emitenta.

Dnešní teorie dělí dluhopisy z hlediska jejich doby splatnosti:

- Dlouhodobé s dobou splatnosti delší než jeden rok (s pevným zúročením, s proměnlivým zúročením, s nulovým zúročením, hypoteční zástavní listy)
- Krátkodobé dluhopisy – s dobou splatností do jednoho roku (pokladniční poukázky, depozitní certifikáty, komerční papíry).

Dalšími zvláštními druhy dluhopisů jsou například:

- Státní dluhopisy
- Komunální dluhopisy
- Vyměnitelné (konvertibilní) dluhopisy
- Prioritní dluhopisy

⁹⁶ KOTÁSEK, Josef a Jarmila POKORNÁ. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, s. 142. Právnícké učebnice (C.H. Beck). ISBN 978-807-1794-547.

- Podřízené dluhopisy
- Svlečené dluhopisy (stripped bonds)
- Hypoteční zástavní listy
- Opční dluhopisy⁹⁷

Jedním z nejdůležitějších typů dluhopisů pro kapitálový trh jsou hypoteční zástavní listy, jejich jmenovitá hodnota a poměrný výnos jsou kryty pohledávkami z hypotečních úvěrů nebo částí těchto pohledávek, případně kryty náhradním způsobem. Hypotečním úvěrem je úvěr, jehož splacení je kryto zástavním právem k nemovitosti. Dle DluhZ smí být emitentem hypotečního zástavního listu pouze banka, která má k tomu udělené povolení dle zvláštního zákon.⁹⁸ Nemovitosti, jejichž zástavním právem je pohledávka jištěna se dle DluhZ musí nacházet na území České republiky, členského státu Evropské unie, jiného státu tvořící Evropský hospodářský prostor. Pro emitenta, tedy banku je vydání hypotečního zástavního listu levnější zdroj financování, jelikož jejich kuponové platby jsou zpravidla nižší než u standardních dluhopisů.

Dalším významným dluhopisem je pokladniční poukázka. Jelikož pokladniční poukázky svou dobou splatnosti nenaplnují znaky instrumentu kapitálového trhu (splatnost delší než 1 rok), jedná se tedy o instrument trhu peněžního. Jsou to tedy krátkodobé dluhové cenné papíry vydané ve formě na doručitele v zaknihované podobě. Doba jejich splatnosti bývá 3, 6, 9 měsíců až 1 rok. Hlavním emitentem pokladničních poukázek je stát, který je vydává prostřednictvím Ministerstva financí ČR, mezi další emitenty patří Česká národní banka a Komerční banka, Fond národního majetku a jiné.

V současné době se připravuje rozsáhlá novela zákona o dluhopisech. Novela má upřesnit definici dluhopisu, tak aby se vztahoval na všechny cenné papíry, která představují právo na splacení dlužné částky. Účelem je zabránit chování in fraudem legis, ke kterému dnes dochází vydáváním tak zvaných inominátních cenných papírů. Tato novela by měla dále umožnit vydávání dluhopisů i fyzickým osobám, dále by měla výrazně omezit pravomoc České národní banky, ta již nebude schvalovat emisní podmínky nebo jejich změny. Dále v případě schvalování komunálních dluhopisů bude příslušné Ministerstvo financí České republiky. Schůze vlastníků dluhopisů se bude moci konat i na základě dálkového přístupu, například pomocí videokonference. Tento

⁹⁷ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, s. 226. ISBN 978-80-7357-297-6.

⁹⁸ Zákon č. 21/1992Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů

návrh vychází ze zákona o obchodních korporacích. Přestože novela zákona o dluhopisech je velmi propracovaná, její platnost bude omezena nabytím účinnosti nového občanského zákoníku, ve kterém je obsažena právní úprava odchylná – například umožňuje vydávání inominátních cenných papírů, které se tato novela právě snaží omezit.⁹⁹ Účelem novely je zejména co nejvíce ulehčit emitentům, za předpokladu, že nedojde k omezení ochrany investorů.

4.7. Finanční deriváty

Jedná se o investiční nástroje, jejichž hodnota je odvozena od hodnoty podkladového aktiva, jak již ze samotného názvu derivát – odvozenina, může být patrné.¹⁰⁰ Deriváty představují pohledávku nebo závazek koupit, případně prodat nebo vyměnit dané podkladové aktivum k určitému datu za určitých, předem sjednaných podmínek. V případě, že podkladovým aktivem je finanční aktivum, jedná se o finanční deriváty. Finanční deriváty se začaly objevovat v polovině dvacátého století, tehdy zejména na plodinových burzách. Později zažily velký rozmach s nárůstem informačních technologií, které zpřístupnily obchodování a umožnily vznik nových investičních nástrojů. Speciální derivátové burzy jsou rozvinuty především ve Spojených státech amerických. Níže se budu zabývat zejména finančními deriváty, které jsou zmíněny v ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu upravující investiční nástroje.¹⁰¹ V tuzemském právním řádu, se bohužel žádná obecná právní úprava derivátů nenachází, proto je nutno k jejich výkladu použít zejména jejich ekonomické definice. Tato mezera v právu má negativní vliv na právní jistotu v dané oblasti. Proto, by bylo vzhledem k jejich rozmachu, jakožto investičního nástroje vhodné jejich právní postavení upravit. Právní úprava derivátů by byla vhodná zejména ze strany Evropské unie, jakožto zákonodárce, jehož posláním je harmonizovat právní úpravu finančního trhu ve svých členských státech.

Dle znění ZPKT se mezi deriváty řadí následující instrumenty:

⁹⁹ TOKÁRKOVÁ, M., *Nové podmínky pro vydávání dluhopisů*. Epravo.cz [online]. 2012 [cit. 2012-03-10]. Dostupné z <http://www.epravo.cz/top/clanky/nove-podminky-vydavani-dluhopisu-80534.html>

¹⁰⁰ JÍLEK, J.: *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vydání. Praha: GRADA Publishing a.s., 2002, str. 25. ISBN 80- 247-0342-4.

¹⁰¹ §3 odst. 3 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

- opce na akcie, dluhopisy nebo cenné papíry opravňující k nabytí akcií a dluhopisů, se kterými se běžně obchoduje na kapitálovém trhu s výjimkou platebních nástrojů;
- finanční termínované smlouvy – zejména futures, forwardy, swapy, výše uvedené investiční nástroje;
- rozdílové smlouvy a obdobné nástroje pro přenos úrokového nebo kurzového rizika;
- jiné nástroje, ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích a jejichž hodnota se odvozuje zejména z kurzu investičního cenného papíru, indexu, úrokové míry, kursu měny, nebo ceny komodity¹⁰².

4.7.1. Opce

Pojem opce je podobně jako pojem derivátu odvozen od anglického slova v tomto případě „option“, které značí možnost vybrat si z daných alternativ. Původně ustanovení týkající se opcí obsahoval v paragrafu 14 zákon o cenných papírech, ale toto ustanovení bylo později ze zákona vypuštěno.¹⁰³ Dle interpretace Doc. Bohumila Havla se opcí rozumí obecně „smlouva o smlouvě budoucí“. Dle interpretace Doc. Jitky Veselé opce představuje podmíněný termínový obchod.¹⁰⁴ Opce je možno rozdělit na opce kupní (call opce) a opce prodejní (put opce). Též je možno je rozdělit z hlediska času jejich uplatnění na opce americké a opce evropské. V dnešní době je toto dělení již zastaralé, jelikož na každém kontinentu je možno uplatnit oba typy.

Kupní (call) opcí se rozumí, opce představující právo nakoupit bazické aktivum, tedy smlouvu uzavřenou mezi prodávajícím a kupujícím na základě které má kupující právo koupit podkladové aktivum a prodávající je povinen mu jej za stejných podmínek prodat. Pokud kupující své právo uplatní.¹⁰⁵

Prodejní (put) opce, představuje právo prodávajícího, od kterého musí kupující za předem stanovenou cenu do stanovené doby podkladové aktivum odkoupit.

¹⁰² PAVLÁT, V. a kol., *Kapitálové trhy*. 2.vydání., Praha: Professional publishing, 2005, s. 40. ISBN 80-210-3661-3.

¹⁰³ Ustanovení obsahoval ZCP do 31.12.2000

¹⁰⁴ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, s. 35. ISBN 978-80-7357-297-6.

¹⁰⁵ KOTÁSEK, Josef a Jarmila POKORNÁ. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, s. 375. Právnícké učebnice (C.H. Beck). ISBN 978-807-1794-547.

Pro hodnotu, které se poskytuje jako plnění za opci, tedy její cenu se použije termínu opční prémie. Pro převod opce se použije právního režimu obchodního zákoníku, jeho paragrafu 524 a následujících, které upravují postoupení pohledávky¹⁰⁶.

Dnešní praxe rozlišuje zejména následující typy opcí:

- akciové opce,
- úrokové opce,
- devizové opce,
- indexové opce.

4.7.2. *Forwardy a futures*

Oba dva výše zmíněné instrumenty se řadí do těch, jejichž hodnota je odvislá od hodnoty dalšího instrumentu. Jedné se o nepodmíněné termínované kontrakty. Jejich rozlišení spočívá ve standardizaci jejich obchodování. Forwardy nejsou standardizovány a obchodování s nimi probíhá výhradně na mimoburzovních trzích.

První kontrakt typu futures jako standardizovaného instrumentu se objevil roku 1972 na burze International Monetary Market (IMM) v Chicagu, cílem futures bylo zajistit se proti měnovým rizikům, které vznikly po pádu Brettonwoodského systému. Futures jsou standardizovanými kontrakty, které jsou obchodovány na derivátových burzách. Většina těchto burz je lokalizována ve Spojených státech. Na Burze cenných papírů Praha se obchodují futures na akcie nebo na akciový index. Futures rozlišujeme dle charakteru jejich podkladového aktiva:

- akciové financial futures – podkladovým aktivem jsou buď akcie nebo akciový index,¹⁰⁷
- měnové financial futures – obchody na nákup nebo prodej stanovené volně směnitelné měny,
- úrokové financial futures – jejich podkladovými aktivy jsou různé druhy dluhových instrumentů,
- komoditní financial futures – jsou vypsány na vývoj cen kovů, energií, případně plodin¹⁰⁸.

¹⁰⁶ KOTÁSEK, Josef a Jarmila POKORNÁ. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, s. 376. Právnícké učebnice (C.H. Beck). ISBN 978-807-1794-547.

¹⁰⁷ Akciový kurz je souhrnný ukazatel vývoje cen akcií v rámci určitého akciového trhu nebo konkrétního tržního segmentu.

Forward je spekulativní kontrakt uzavíraný zejména se spekulativním úmyslem. Úmyslem investora je zhodnotit prostředky umístěné do tohoto investičního nástroje. Nejde zde o fyzické získání nebo dodání určitého aktiva. Forward ukládá držiteli povinnost (na rozdíl od opcí, kde má právo) prodat nebo koupit podkladový instrument v dohodnutém čase za dohodnutou cenu. Nejčastějším typem forwardů jsou měnové forwardy. Obsahem takového forwardu je právo a povinnost koupit nebo prodat po uplynutí sjednané lhůty danou měnu. Dalším užívaným typem je úrokový forward (FRA- forward rate agreement), tento druh forwardu není založen na smlouvě kupní, nýbrž na smlouvě úvěrové. Zde se jeden subjekt smlouvy zavazuje druhému k poskytnutí určitého úvěru za předem stanovený úrok, předpokládá se sjednání délky splatnosti úvěru předem. Ve forwardu je možno zaujmout pozice tak zvané dlouhé strany a krátké strany. Pozice krátká (short) je pozicí, která se zavazuje prodat podkladový instrument. Pozice dlouhá (long) se naopak zavazuje koupit nějaký podkladový instrument.¹⁰⁹

4.7.3. *Swapy*

Slovo swap, má též jako jiné pojmy v oblasti kapitálových trhů anglický původ, swapem se v anglickém jazyce rozumí si něco prohodit, vyměnit. Smysl swapu spatřujeme ve směně práv nebo povinností z jednoho úročeného závazku za totéž ze závazku druhého. Swapy jsou cennými papíry uzavřenými na bázi směnné smlouvy. Právní úprava swapu, kromě jeho definice jako jednoho z druhů cenného papíru v ustanovení paragrafu 8 zákona o cenných papírech v českém právním řádu neexistuje. Jeho charakter je nutno dovést z ekonomické teorie. Jednou z jeho definic může být metodický pokyn České národní banky, kde se swap definuje jako Smlouva o obchodu, ze které vyplývá závazek prodávajícího (a kupujícího) k promptnímu nákupu (a prodeji) určitého aktiva se současným závazkem ke zpětnému prodeji (a zpětné koupi) na termín v budoucnosti za týchž podmínek, s případnou postupnou výměnou úrokových plateb

¹⁰⁸ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, s. 2ř6. ISBN 978-80-7357-297-6.

¹⁰⁹ KOTÁSEK, Josef a Jarmila POKORNÁ. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, s. 369 a následující. Právnícké učebnice (C.H. Beck). ISBN 978-807-1794-547.

v určitých časových intervalech během stanoveného období.¹¹⁰ Základními druhy swapů jsou swapy měnové a swapy úrokové.

4.7.4. Investiční certifikáty

Investiční certifikát je zvláštní formou dlužního úpisu. Jeho emitent se zavazuje, že v pozdějším termínu odkoupí investiční certifikát zpět od investora. Emitentem investičního certifikátu bývají zpravidla finanční instituce. Jeho cena bývá odvozována od podkladového aktiva, kterým mohou být indexy, akcie, měny, komodity a jiné.

Dělíme je na investiční nástroje pákové a nepákové. Nepákové investiční certifikáty jsou méně rizikové. Jejich hodnota ve stejném rozsahu kopíruje hodnotu podkladového aktiva. Pokud jeho cena vzroste například o 5 %, vzroste o 5% také hodnota investičního certifikátu. Pákové investiční certifikáty jsou o mnohem rizikovější. Zisk nebo ztráta jsou u takového investičního certifikátu násobeny pákovým koeficientem, který jejich hodnotu zvyšuje. Velkým cenovým pohybům certifikátu tohoto typu se často předchází tak zvanou „knock-out“ stanovenou hodnotou, kdy při její překročení se certifikát stane bezcenným a přestává se s ním na burze obchodovat.¹¹¹

¹¹⁰[Http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/predpisy_CNB_statistika/predpisy_menove_bank_stat/vykazy_metodika_2004/download/04_6_BA0088.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/predpisy_CNB_statistika/predpisy_menove_bank_stat/vykazy_metodika_2004/download/04_6_BA0088.pdf) [online]. [cit. 2012-03-29].

¹¹¹ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, s. 238. ISBN 978-80-7357-297-6.

5. Trhy cenných papírů

Jak bylo již zmíněno v první kapitole při definování pojmu kapitálového trhu a jeho dělení, kapitálový trh je strukturován na trh primární a trh sekundární. Tímto dělením tohoto trhu se svou strukturou řídí i tato kapitola, ve které jsou podrobněji pospány aspekty primárního i sekundárního trhu.

5.1. Primární trh

Primární trh je místem na kterém probíhá prvotní prodej cenných papírů. Jedná se o trh s novými finančními instrumenty. Emitent, má zde možnost přímo získat kapitál od investorů. Z právního hlediska se jedná poměrně komplikovaný proces. Primární nabídka cenných papírů může být :

- a) Neveřejná – tzv. private placement, zde jsou cenné papíry nabízeny pouze předem vymezené skupině potencionálních investorů, adresáti nabídky jsou vymezeni buďto jmenovitě, či druhově, tito investoři jsou zpravidla obeznámeni ze situací emitenta, ani zpravidla nepožadují obchodování cenného papíru na veřejném trhu, tudíž nebývá ani požadováno vyhotovení prospektu cenného papíru dle § 36 ZPKT.
- b) Veřejná – u veřejné emise cenných papírů jsou tyto cenné papíry nabízeny neomezenému počtu adresátů, jsou nabízeny formou veřejné nabídky, volného prodeje a veřejnou dražbou.

5.1.1 IPO – initial public offering

IPO je chápáno v českém překladu, jakožto ‘‘prvotní veřejná nabídka cenných papírů¹¹²‘‘. V drtivé většině se jedná o prvotní veřejnou nabídku akcií, kdy společnost volí tento způsob z mnoha důvodů. Tím nejdůležitějším je navýšení kapitálu dané společnosti a získání finančních prostředků na rozvoj společnosti. Často bývají důvodem plánované akvizice, kdy je pro společnost toto řešení získání prostředků méně nákladné, než jinými prostředky, např. úvěry od bank.

¹¹² MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, s. 30. ISBN 978-80-251-2620-2.

IPO lze označit za fenomén, který se pozitivně promítá nejen do sféry byznysu, ale významně zasahuje také média. Kromě prestiže a finančních výhod přináší ještě další pozitivita, neboť se stává novým marketingovým a komunikačním nástrojem.¹¹³

Pro prvotní veřejnou nabídku platí tyto předpoklady:

- může ho provést pouze společnost s jejímiž cennými papíry se neobchoduje na veřejném trhu cenných papírů;
- veřejnosti jsou možno nabídnuty jak majetkové, tak dluhové cenné papíry, tedy akcie nebo dluhopisy, emitované danou poučností;
- v případě IPO akcií nemusí být zásadně vždy vydávány nové akcie, veřejnosti mohou být nabídnuty akcie dříve vydané.

Vzhledem k tomu, že předmětem této práce je především kapitálový trh v ČR, dále se budu zabývat nástinem problematiky IPO především ve vztahu k českému kapitálovému trhu. V České republice vzhledem k velikosti jejího trhu, nebývá proces IPO tak častý, přesto pro investory i pro společnosti a burzu každé IPO významným krokem. Prvním krokem emitenta při rozhodnutí, že své cenné papíry nabídne prostřednictvím prvotní veřejné nabídky, kde by chtěl své cenné papíry obchodovat je zejména výběr burzovního trhu. Je třeba zvážit spoustu faktorů, např. velikost lokálního trhu burzy, místní zvyklosti (především zda jsou v regionu podporované investice na kapitálovém trhu – daně apod.), zda je zrovna předmět podnikání daného emitenta významný pro místo, kde se nachází burza na které má být cenný papír vydán a podobné. Burzy nabízejí potencionálním účastníkům IPO prostřednictvím jejich trhu také spoustu zvýhodnění. Například BCPP nabízí emitentům IPO nulové poplatky za kotaci jejich cenných papírů v prvním roce obchodování a člen burzy, který na trh daný titul přivede neplatí z obchodování poplatky. Dalším důležitým faktorem při provádění IPO je výběr silného partnera. Partnerem rozumím, renomovanou právní kancelář, která má s IPO, případě s kapitálovými trhy již zkušenosti, dále partnera z řad ekonomických (auditor, účetní a podobně, tito dva partneři by měli ve spolupráci provést *due diligence* společnosti) a v neposlední řadě partnera marketingového, jehož úkolem bude dostatečná publikace IPO zacílena na potencionální investory, tak aby obraz emitenta ve

¹¹³BURZA CENNÝCH PAPÍRU PRAHA, A.S., IPO, *Nová kapitola Vašeho úspěchu [online]*, dostupné z: <http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/IPO/IPO-brozura.pdf> [cit. 2012-03-12]

společnosti byl co nejprofesionálněji vyobrazen potenciálním investorům. Touto problematikou se zabývají dnes marketingové globální public relations (PR) agentury, které působí po celém světě, tudíž mají s podobnými procesy nemalé zkušenosti.

Právní úpravu IPO nám upravuje ZPKT a právní předpisy Evropské unie, zejména Nařízení Komise ES č.809/2004 a Směrnice o prospektu č. 2003/71/ES. ZPKT specifikuje zejména zpracování prospektu cenného papíru, který je jedním z obligatorních kroků k vydání cenného papíru prostřednictvím veřejné nabídky. Prospekt cenného papíru upravuje ZPKT ve svém ustanovení paragrafu 36. ZPKT nám též stanoví, případy kdy prospekt cenného papíru vyhotoven být nemusí. Například se jedná o situaci, kdy nabídka směřuje pouze k velkým a kvalifikovaným investorům, veřejná nabídka pouze reaguje, či reflektuje organizační změny, je pouze formou odměny, například stávajícím akcionářům.¹¹⁴ Funkcí prospektu cenného papíru je seznámit investory s nabídnutými cennými papíry a obeznámit je se situací ohledně emitenta. Investor by měl na základě prospektu mít možnost co nejpřesněji posoudit samotný cenný papír a všechny faktory, která by měli jakýkoli vliv na zhodnocení prostředků do něj investovaných. Prospekt schvaluje Česká národní banka na vrh osoby, která jej vyhotovila. Za správnost údajů uvedených v prospektu cenného papíru ručí právě tato osoba (tou bývá emitent, organizátor trhu, obchodník s cennými papíry). Prospekt se uveřejní bez zbytečného odkladu po jeho schválení. Uveřejnění prospektu proběhne jedním ze zákonem uvedených způsobů, nejčastěji se tak stává na internetových stránkách emitenta, nebo osoby, která o přijetí investičního cenného papíru zažádala bez souhlasu emitenta, v úplném znění alespoň jednoho celostátně vydávaného deníku, v podobě brožury dostupné bezplatně v sídle organizátora regulovaného trhu, kde má být cenný papír k obchodování přijat. Platnost prospektu ode dne jeho schválení Českou národní banku je 12 měsíců. Dojde-li po schválení prospektu, ale ještě před ukončením veřejné nabídky k podstatným změnám, případně byl li zjištěn nějaký nepravdivý údaj, který by měl vliv na hodnotu cenného papíru, je třeba zažádat ČNB o schválení dodatku k prospektu, který tyto nepravdivé údaje napraví.

¹¹⁴ RADVAN Michal, KYNCL LIBOR, Moždiaková Michaela. *Právo kapitálového trhu*. MU Brno : 2010, s. 34. ISBN 978-80-210-5277-2.

Prospekt se zpravidla skládá ze tří částí¹¹⁵:

1. registrační dokument – obsahem jsou údaje o emitentovi, historická, současná fakta, jeho obsahem je i odhad budoucího vývoje a směřování emitenta, právní řád ČR tuto část nikterak neupravuje
2. doklad o cenném papíru – informace o cenném papíru, který má být přijat k obchodování, musí být uvedena jeho minimální cena, nebo podmínky za kterých bude konečná cena a počet cenných papírů odvozen.
3. Shrnutí prospektu – mělo by být hlavním informačním zdrojem, který je zcela jasně a srozumitelně vyjádřen, obsahuje stručné a základní charakteristiky emitenta a cenného papíru

Pokud bych měl shrnout problematiku IPO, v České republice, tak vzhledem k velikosti trhu a kupní síle investorů nebývá proces IPO zde tolik častý. Emitenti zde dávají přednost jiným typům financování. V poslední době jsme mohli také vzhledem k hospodářské nestabilitě zaregistrovat jen několik IPO na zdejším trhu (Burza cenných papírů Praha, a.s.), jednalo se například o IPO akcií sázkové kanceláře Fortuna a v loňském roce společnosti E4U, zabývající se obnovitelnými zdroji. Plánováno bylo též IPO akcií Československé obchodní banky, ale k němu dosud nedošlo. S postupnou stabilizací na finančních trzích se v posledních měsících objevují též informace o možné veřejné nabídce akcií na pražské burze společnosti Mountfield, zabývající se prodejem zahradní techniky a cestovní kanceláře Eximtours. Problematika IPO je natolik rozsáhlá, že by mohla být předmětem samostatné práce, v této práci se jedná jen o stručný nástin této problematiky.

Časový harmonogram primární emise společnosti.¹¹⁶

¹¹⁵ RADVAN Michal, KYNCL LIBOR, Moždiaková Michaela. *Právo kapitálového trhu*. MU Brno : 2010, s. 35. ISBN 978-80-210-5227-2.

¹¹⁶ [Http://www.bcpp.cz/images/articles/harmonogram_IPO_velky.gif](http://www.bcpp.cz/images/articles/harmonogram_IPO_velky.gif) [online]. [cit. 2012-03-29].

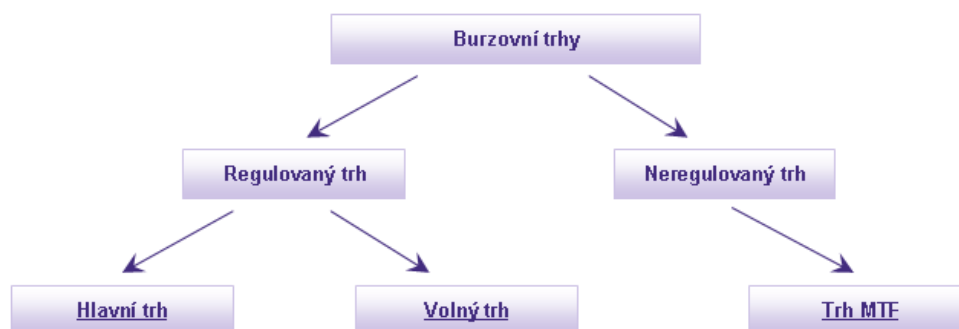
ČASOVÝ HARMONOGRAM EMISE SPOLEČNOSTI
(ke dni D má transparentní strukturu a vede účetnictví podle mezinárodních standardů)

		TÝDNY																					
FÁZE	PROCES	DĚLKA	START	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
PŘÍPRAVA	Konzultace s poradci, předběžné ocenění a návrh investiční story	4	D - 4	-4																			
	Rozhodnutí managementu		D																				
	Výběr poradců	1	D + 1		1																		
	Revize firemní struktury, právní a účetní prověrka (Due diligence)	8	D + 2			2	3	4	5	6	7	8	9										
	Interní ocenění firmy	4	D + 9										9	10	11	12							
PRÁVNÍ KROKY A VYTVOŘENÍ DOKUMENTACE	Valná hromada		D + 8																				
	Příprava prospektu	8	D + 5				5	6	7	8	9	10	11	12									
	Proces schvalování prospektu	4	D + 13																				
	Jednání s burzou a schvalování výběrem pro kotaci	3	D + 14																				
REALIZAČNÍ FÁZE	Příprava prezentace firmy pro roadshow	2	D + 11																				
	Příprava analýzy manažera emise pro roadshow	4	D + 12																				
	Předběžný marketing	2	D + 15																				
	Roadshow	2	D + 17																				
	Bookbuilding	1	D + 19																				
	Pricing - zafixování ceny a počtu kusů		D + 20																				
POST-TRANSAKČNÍ AKTIVITY	Splacení a připsání ceny a počtu kusů	1	D + 20																				
	Manažer zajišťuje stabilní cenu na burze	až 12	D + 20																				

5.2. Sekundární trh

Sekundárním trhem se a contrario rozumí trh s finančními nástroji, kde již jejich prvotní prodej od emitenta k investorům proběhl. Předmětem obchodování na sekundárním trhu je zejména zisk z investovaných prostředků. Je zde promítnut i faktor spekulativní, kdy ve většině případů investor nemůže mít zhodnocení investice zaručeno a tím pádem ani míru jejího zhodnocení. Emitent cenného papíru již na tomto trhu žádné další volné finanční prostředky nezíská.¹¹⁷ Likvidita investičního nástroje je zabezpečována jeho neustálým možným odprodejem nebo nákupem, to zajišťuje obchodování na burzovním trhu.

Níže je na schématu¹¹⁸ popsána struktura sekundární burzovního trhu v České republice.



¹¹⁷ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, s. 24. ISBN 978-80-7357-297-6.

¹¹⁸ <http://www.bcpp.cz/Cenne-Papiry/Trhy-Cennych-Papiru/> [online]. [cit. 2012-03-29].

5.2.1 Regulovaný trh

Organizátorem regulovaného trhu je v České republice burza cenných papírů Praha, a.s. (dále jen „BCPP“). O BCPP z obecného hlediska je pojednáno v kapitole subjekty práva kapitálového trhu. Níže se budu zabývat výhradně její činností v rámci obchodování s cennými papíry. CPP je rozdělena na několik segmentů trh, který stručně popisují níže.

Hlavním trhem na Burze cenných papírů Praha a.s. se rozumí dle ZPKT regulovaný trh, oficiální trh. Investiční nástroje obchodované na tomto trhu musí splňovat zákonem stanovené požadavky. Na hlavním trhu BCPP se obchoduje s nejkvalitnějšími cennými papíry. Komplexní právní požadavků je stanovena v § 65 ZPKT a v burzovních pravidlech BCPP. O přijetí daného investičního nástroje žádá jeho emitent, nebo jím pověřený člen burzy. Přijímaná emise k obchodování na hlavním trhu BCPP musí splňovat zejména následující požadavky.

- tržní kapitalizace¹¹⁹ akcií musí být nejméně 1 000 000 EUR ,
- objem emise dluhopisů musí být 200 000 EUR,
- v případě akcií , část emise , která je rozptýlena mezi veřejnost musí být alespoň 25%,
- doba podnikatelské činnosti musí být nejméně 3 roky.

Pro přijetí emise musí emitent předložit zejména:

- žádost o přijetí,
- prospekt cenného papíru s uvedením data, způsobu a místa jeho uveřejnění,
- doklad o přidělení ISIN,
- roční účetní závěrky včetně příloh za poslední 3 roky,
- doklad centrálního depozitáře o zaregistrování emise v případě zaknihovaných cenných papírů, v případě listinných cenných papírů 4 vzory listinného cenného papíru,
- výpis z obchodního rejstříku,
- společenskou smlouvu nebo stanovky emitenta.

¹¹⁹ Tržní kapitalizace = tržní hodnota akciové společnosti. Je to celková tržní hodnota všech jí vydaných akcií. Vypočítá se jako součin počtu vydaných akcií a aktuální ceny akcií na trhu
Zdroj : *Investiční slovník: Tržní kapitalizace* [online]. Akcie.cz, rev. 2010-04-07, [cit. 2012-03-10].

Žádost o přijetí k obchodování na hlavním trhu burzy posuzuje burzovní výbor pro kotaci, ve lhůtě 30-ti dní od doručení žádosti. V případě žádosti o přijetí tranše rozhoduje ve zkráceném řízení do 10-ti dnů.¹²⁰ Na hlavním trhu se obchoduje s akciemi a dluhopisy. Mezi neobchodovanější investiční nástroje na tomto trhu patří.

Volný trh je také ve smyslu ZPKT trhem regulovaným. Podmínky k přijetí na obchodování na volném trhu vycházejí též z právní úpravy obsažené ZPKT a pravidel BCPP, podmínky k přijetí na volném trhu jsou o něco mírnější než k přijetí na trh hlavní. O přijetí cenného papíru již nerozhoduje výbor pro kotaci, ale rozhodnutí je v pravomoci ředitele BCPP. Na volném trhu se obchoduje také s větším počtem investičních nástrojů než na trhu hlavním. Obchoduje se zde s akciemi, dluhopisy futures a investičními certifikáty.

Na BCPP je možno v současné době uzavírat několik druhů obchodů:

- automatizované obchody, aukční režim - shromáždění objednávek k nákupu a prodeji investičních instrumentů k jednomu časovému okamžiku
- automatizované obchody, kontinuální režim - umožňuje se uzavírání obchodů na základě průběžně zadávaných objednávek k nákupu a prodeji investičních instrumentů
- SPAD obchody - mohou být realizovány pouze obchody s vybranými emisemi akcií. Nákupní a prodejní ceny jsou průběžně stanovovány tvůrci trhu, kteří mají za úkol zajišťovat dostatečnou likviditu
- blokové obchody – těmi se rozumí obchody uzavřené mimo obchodní systém burzy, kde alespoň na jedné straně obchodu vystupuje člen burzy,
- obchody s účastí specialisty - jsou určeny pro obchodování produktů, u kterých není možné zajistit dostatečný počet tvůrců trhu pro obchodování ve SPAD. Tento způsob obchodování je v současné době určen výhradně pro obchodování s investičními certifikáty a warranty,
- futures obchody - probíhají na stejném principu jako SPAD obchody. tzn., že i v tomto případě je likvidita trhu zajišťována tvůrci trhu,

¹²⁰ Tranše = samostatně uvolněná část emise cenných papírů, nebo část investice

jejichž úkolem je udržovat pro přidělené futures série nabídku a poptávku.¹²¹

5.2.2. *Neregulovaný trh*

MTF trh, v nezkráceném anglickém znění multilateral trading facility, je mnohostranný obchodní systém. Tento trh může provozovat kromě organizátora regulovaného trhu i obchodník s cennými papíry. V České republice ho provozuje nejen Burza cenných papírů Praha, ale i společnost R-M systém. Jeho výhodou je úspora transakčních nákladů, jelikož obchodování je méně formalizované než na předchozích trzích. Jedná se o nahrazení koncepce „OTC“ obchodů (obchody over the counter – obchody přes přepážku), obchodů realizovaných mimo burzovní trh. Právní úpravu nalezneme v ZPKT v § 69 a následujících. Podmínky pro tento trh jsou mírnější než pro předchozí dva trhy výše zmíněné. Podmínky pro přijetí investičních nástrojů k obchodování jsou stanoveny ve zejména ve vnitřních předpisech provozovatele takového trhu, ZPKT na ně nepřímě odkazuje ve svém ustanovení § 69 odstavec 3, kde stanoví, že provozovatel takového trhu je povinen zavést transparentní pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování v mnohostranném obchodním systému, která zajišťují spravedlivé a řádné obchodování a stanoví objektivní pravidla k provádění pokynů.

5.3. Vypořádání obchodů na sekundárním trhu

Přestože v dnešní době moderních informačních technologií nám uzavření obchodu na burze zabere jen několik desítek sekund, k jeho vypořádání dochází řádově až za několik dní. Jeho právní úprava vypořádacího systému je obsažena v části sedmé ZPKT. Základní úkon k vypořádání je tvořen příkazem k vypořádání, která zadá účastník vypořádacího systému, nikoli zákazník v jeho prospěch je obchod realizován. Příkaz k vypořádání daný jeho účastníkem je dle ZPKT neodvolatelný. Vypořádání burzovních obchodů nastává až zpětně po jejich uskutečnění v čase T + X. Za písmeno X dosadíme počet dnů po dni uzavření obchodu. Jedná se tedy o zpětnou účinnost vypořádání. Vzhledem tomu, že na různých trzích a v závislosti na obchodovaných

¹²¹ [Http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Typy-Obchodu](http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Typy-Obchodu) [online]. [cit. 2012-03-29].

investičních nástrojích se délka vypořádání liší, dosadíme zde neznámou v podobě písmena X. Burza cenných papírů Praha, a.s. provádí vypořádání obchodů do tří dnů, tedy v čase $T + 3$. Vypořádáním obchodu dojde ke změně vlastnického práva.¹²² U zaknihovaných investičních nástrojů dochází k převodu zápisem do centrální evidence, listinných k němu odchází datem stanoveným ve smlouvě o převodu cenného papíru. V České republice provozuje vypořádací systém Centrální depozitář cenných papírů, a.s., který je dceřinou společností Burzy cenných papírů Praha, a.s. Tuto činnost vykonává od roku 2010, předtím ji vykonávala společnost UNYVIC, ze které se Centrální depozitář transformoval.¹²³ O instituci Centrálního depozitáře je blíže pojednáno v kapitole zabývající se subjekty kapitálového trhu.

¹²² RADVAN Michal, KYNCL LIBOR, Moždiaková Michaela. *Právo kapitálového trhu*. MU Brno : 2010, s. 42. ISBN 978-80-210-5227-2.

¹²³ [Http://www.cdcp.cz/dokument.aspx?k=Info-O-CDCP](http://www.cdcp.cz/dokument.aspx?k=Info-O-CDCP) [online]. [cit. 2012-03-29].

6. Regulace a samoregulace kapitálového trhu v ČR

V první podkapitole se budu zabývat regulací kapitálového trhu vykonávané prostřednictvím dohledových orgánů státu, případně Evropské unie, jejich působností a pravomocí. Bude zde osvětlen pojem dohled a dozor. Dále budou zmíněny nejdůležitější právní předpisy pro tuto oblast. Vzhledem k převládajícím správním deliktům v této oblasti se zaměřím na tuto oblast trestání. Trestněprávní odpovědnost z protiprávního jednání ve vztazích na kapitálovém trhu totiž nastává v českém prostředí jen výjimečně. Jedním z takových případů byl případ Alana Svobody, člena představenstva skupiny ČEZ, který byl první osobou odsouzenou za trestný čin zneužití informace v obchodním styku (tzv. insider trading) v České republice.

Ve druhé podkapitole se zaměřím na požadavek samoregulace kapitálového trhu.

6.1. Regulace kapitálového trhu v ČR

6.1.1. *Vymezení pojmu dozor a dohled*

Vzhledem k tomu, že důvěryhodnost a stabilita kapitálového trhu je jedním ze základních požadavků pro fungování ekonomiky a není ji možno zajistit pouze tržními mechanismy, je nutno činnost účastníků kapitálového trhu řadou omezujících a příkazujících pravidel, především prostřednictvím právních předpisů. Dohled nad dodržováním těchto pravidel se pak nazývá dohledem nad kapitálovým trhem.¹²⁴ Na úvod této kapitoly je podstatné vymezit tyto dva výše zmíněné pojmy, prostřednictvím kterých může být regulace uplatňována. Pojmem dohledu se rozumí výkon činnosti orgánu na státu nezávislém, a contrario pojmem dozoru se rozumí činnost orgánu na státu závislém, orgánu státní správy. Jak bylo již zmíněno v předchozích kapitolách práce je činnost dohledu v oblasti kapitálového trhu v České republice svěřena České národní bance. Již Ústava ČR¹²⁵, ČNB odděluje od složek moci zákonodárné, výkonné i soudní. Pravomoc ČNB v této oblasti dále zakládá zákon o České národní bance¹²⁶,

¹²⁴ [Http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/postaveni_dohledu/kapitalovy_trh/index.htm](http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/postaveni_dohledu/kapitalovy_trh/index.htm) [online]. [cit. 2012-03-29].

¹²⁵ Zákon č. 1/1993 Sb., Ústava ČR, ve znění pozdějších předpisů

¹²⁶ Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů

který ve svém paragrafu 1 stanoví, že „Česká národní banka je ústřední bankou České republiky a orgánem vykonávajícím dohled nad finančním trhem“, dále zákon o dohledu v oblasti kapitálového trhu kde se též hovoří o ČNB jako orgánu dohledu a upravuje její jednotlivé úkoly v dohledu na kapitálovém trhu¹²⁷. Další úprava je stanovena v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu. Z interpretace těchto předpisů je patrné, že ČNB zde neingeruje do činnosti subjektů kapitálového trhu, jako orgán státní správy, nýbrž orgán na státu nezávislý. Pojem dozor byl používán dříve, než došlo k integraci dohledu nad kapitálovým trhem.

6.1.2. Právní předpisy upravující regulaci kapitálového trhu v ČR

Důvodem vzniku právní úpravy regulace kapitálového trhu je jeho významný makroekonomický dopad: Státy z historických zkušeností (zejména hospodářská krize 30.let minulého století) usoudily, že je nutno přistoupit k jeho zákonné úpravě, tudíž, že není možné nechat trh vyvíjet se dle působení tržních sil. Zákonná opatření jsou samozřejmě koncipovány v souladu se zásadami tržní ekonomiky, takže se soustředí spíše na ochranu investorů, jakožto slabší strany a snaží se omezit zásahy do fungování tržní ekonomického systému. K významným změnám v právních předpisech týkajících se nejen trhu kapitálového, ale obecně i regulace trhu finančního došlo v souvislosti se vstupem České republiky do Evropské unie, vzhledem k požadavku harmonizace s právním řádem EU. Významným právním předpisem, který způsobil zásadní změny v dosavadní praxi dohledu byl tak zvaný integrační zákon.¹²⁸ Tímto zákonem byla zrušena dosud fungující Komise pro cenné papíry a její pravomoci byly delegovány na Českou národní banku. Dalšími zákony mající význam pro regulaci kapitálového trhu jsou tedy zejména :

- zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů;
- zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu, ve znění pozdějších předpisů;
- zákon č. 256/2004 Sb., Zákon o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů (v oblasti dohledu je lex specialis k zákonu o dohledu v oblasti kapitálovém trhem); dohled je v něm rozdělen na

¹²⁷ Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu, ve znění pozdějších předpisů

¹²⁸ Zákon č. 57/2006 Sb., o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dohledu nad finančním trhem

dohled na konsolidovaném základě a dohled na individuálním základě,

- zákon č. 513/1993 Sb., Obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů;
- zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů;
- zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů.

Výše zmíněný výčet je pouze demonstrativní, jelikož pro dohled a jeho výkon je možno použít mnoha dalších právních předpisů.

6.1.3. Česká národní banka, jako orgán dohledu nad finančním trhem

Dle zákona o ČNB je dána České národní bance výsadní pravomoc vykonavatele dohledového orgánů nad finančním trhem (viz. výše). Pravomoci ČNB ve výkonu dohledu jsou dále blíže specifikovány zejména v zákonu o dohledu v oblasti a kapitálového trhu. Dohledové pravomoci České národní banky lze členit na následující :

- rozhodování o žádostech o udělení licence nebo povolení k provozování činnosti , tzv.řízení ex ante;
- dohled v užším smyslu představující kontrolu dodržování podmínek stanovených v rámci udělené licence nebo povolení, kontrola dodržování právních předpisů, včetně vyhlášek a opatření uložených ČNB;
- průběžné získávání informací důležitých pro výkon dohledu , ověřování jejich opravdivosti a aktuálnosti,
- ukládání opatření vedoucích k nápravě
- vydávání prováděcích právních předpisů v oblasti finančního trhu¹²⁹

Kontrolu vykonávanou Českou národní bankou můžeme z pohledu teorie správního práva dělit do následujících fází:

- 1) předběžná - například povolovací řízení ,
- 2) průběžná - zda nedochází v rámci činnosti daného subjektu k protiprávnímu jednání,

¹²⁹ RADVAN Michal, KYNCL LIBOR, Moždiaková Michaela. *Právo kapitálového trhu*. MU Brno : 2010, s. 47. ISBN 978-80-210-5227-2.

- 3) následná – například uložení opatření směřujícího k nápravě protiprávního stavu.

Česká národní banka dle dokumentu, který vydala na svých webových stránkách vykonává svou dohledovou činnost na základě následujících zásad.

1. Zásada předvídatelnosti: ČNB se zavazuje dohlížet na subjekty průběžně a průběžně je bude seznamovat s kritérii, jejich plnění při výkonu dohledu očekává, a bude dbát na jejich konzistentní aplikaci.
2. Zásada uplatňování mezinárodně uznávaných standardů: ČNB, stanoví, že se bude podrobovat důsledné implementaci celosvětově uznávaných standardů a trendů v oblasti dohledu.
3. Zásada sladění strategie s operativním výkonem dohledu: ČNB bude v rámci zákonem svěřených pravomocí flexibilně reagovat na změny na finančním trhu a reflektovat nové trendy v regulaci a dohledu.
4. Zásada informační otevřenost a odpovědnost vůči veřejnosti: ČNB bude v souladu se zákony České republiky a s mezinárodními standardy pravidelně zveřejňovat informace o finančním trhu i dohledu nad ním, tak aby bylo možno si utvořit objektivní názor na finanční trh ČR.
5. Zásada spolupráce s Ministerstvem financí České republiky a dalšími ústředními orgány státní správy: ČNB bude úzce spolupracovat s MFČR a dalšími zainteresovanými ústředními orgány státní správy při vytváření jednotné koncepce a dalších pravidel regulace a dohledu nad finančním trhem¹³⁰.

Dle ustanovení paragrafu 1 odstavce 3 zákona o ČNB, jsou České národní bance svěřeny kompetence správního úřadu v rozsahu stanoveném tímto zákonem a jinými předpisy. Řízení před ČNB se řídí zpravidla ustanoveními správního řádu. Správního řádu se neužije při řízení o možném ukončení řízení o rozkladu. Jedná se o zvláštní druh správního řízení, který se vyznačuje dvouinstančností. Proti rozhodnutí ČNB v oblasti dohledu nad kapitálovým trhem je možno podat rozklad. O rozkladu rozhoduje bankovní rada.¹³¹

¹³⁰ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, *Poslání České národní banky při dohledu nad finančním trhem České republiky* [cit. 10. února 2012]. Dostupný z : http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/poslani_cnb_dohled_FT.pdf

¹³¹ § 6 zákona č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu, ve znění pozdějších předpisů

6.1.4. Správní delikty a přestupky v řízení před ČNB

V případě, že Česká národní banka zjistí protiprávní jednání účastníka kapitálového trhu, učiní v souladu s obecně závaznými právními předpisy opatření vedoucí k nápravě tohoto stavu (to má vést dobrovolnému napravení stavu do stavu v souladného s právními předpisy), případně uloží sankce. V rámci této činnosti ČNB vystupuje jako správní orgán a její postup se řídí příslušnými ustanoveními správního řádu¹³². V případě, že podnikající fyzické nebo právnické osoby neplní povinnosti jim uložené zákonem, případně správním aktem, dopouštějí se správních deliktů. ČNB je na základě zákona o dohledu v oblasti kapitálového trhu oprávněna takovýmito subjektům uložit sankce. Sankcí ukládanou ČNB je nejčastěji peněžitá pokuta. Výše peněžitých pokut je různá. Peněžitá pokuta se vždy ukládá, respektive měla by se ukládat ve výši přiměřené k protiprávnímu chování trestané osoby. Dále je výše peněžité pokuty odvislá od charakteru osoby, které se protiprávního jednání dopustila. Zákon o dohledu v oblasti kapitálového trhu stanoví nejvyšší možnou výši peněžité pokuty až do výše 50 000 000 korun českých. Další sankcí dle zákona o dohledu v oblasti kapitálového trhu zákaz činnosti subjektu v dále pěti let. Dle úpravy obsažené v ZPKT, který je ve vztahu k zákonu o dohledu v oblasti kapitálového trhu v ČR lex specialis, se rozlišuje několik druhů sankcí, například nařídit mimořádné provedení auditu, pozastavit nejdéle na 5 let činnost podléhající dohledu, zavést nucenou správu, změnit obsah povolení uděleného ČNB, odejmout udělené povolení, pozastavit činnost, nařídit výměnu vedoucí osoby.¹³³ O některých opatřeních přijatých Českou národní bankou v souvislosti s výkonem dohledu nad kapitálovým trhem je možno, též rozhodnout formou opatření obecné povahy.¹³⁴

Česká národní banka je součástí Evropského systému dohledu nad finančními a trhy spolupracuje s Evropskou radou pro systémová rizika a evropskými orgány dohledu nad finančními trhy. Česká národní banka zváží možná dopad svého rozhodnutí, které hodlá vydat v souvislosti s výkonem dohledu na stabilitu finančního systému jiného členského státu Evropské unie, a to s přihlédnutím ke skutečnostem dostupným v době jeho vydání

¹³² Zákon č. 500/2004 Sb., správní řád, ve znění pozdějších předpisů

¹³³ § 136 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

¹³⁴ § 137 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů; právní úprava opatření obecné povahy je upravena v zákoně 500/2004Sb., správním řádu, ve znění pozdějších předpisů

a zejména v případech, kdy nastane mimořádná situace, která by mohla fungování finančního trhu ovlivnit.¹³⁵

6.2. Samoregulace kapitálového trhu v ČR

Předmětem samoregulace je především činnost samotných účastníků kapitálového trhu zaměřující se na kultivaci prostředí na tomto trhu. Specifické je to, že samoregulace vychází přímo od účastníků tohoto trhu. Cílem je usnadnit práci jak regulačním orgánům, obchodníkům s cennými papíry, investorům a dalším účastníkům kapitálového trhu. Samoregulace klade důraz na flexibilní utváření podmínek v reakci na ekonomický i právní vývoj. V českém prostředí se samoregulace začala vyvíjet s rozvojem kapitálového trhu v 90. letech minulého století. Samoregulačními orgány jsou zejména zájmové organizace sdružující subjekty kapitálového trhu. Právní úprava této oblasti zaměřená přímo na samoregulaci trhu v dnešní době neexistuje. Nejznámějšími orgány zaměřující se na činnost v oblasti samoregulace kapitálového trhu v ČR jsou Asociace pro kapitálový trh ČR (AKAT ČR), Asociace fondů a asset managementu (AFAM) a Česká asociace obchodníků s cennými papíry (ČAOCP). Tyto instituce aplikují svou samoregulaci zejména prostřednictvím svých statutárních předpisů a etických kodexů. Jejich členové se svým členstvím v těchto sdruženích zavazují k jejich plnění.

¹³⁵ Zákon č. 6/1993 Sb., o ČNB , ve znění pozdějších předpisů

7. Exkurs do kapitálového trhu Spojených států amerických

Vzhledem k tomu, že pro problematiku kapitálového trhu je velmi významný kapitálový trh Spojených států amerických, a to z mnoha aspektů, nemohl jsem stručný exkurs do jeho fungování a jeho právní úpravy ve své práci opomenout. Vzhledem k rozsahu kapitálového trhu Spojených států se v této kapitole zaměřím jen z mého pohledu na nejdůležitější instituce, a to orgány dohledu a největší burzovní a mimoburzovní trh ve Spojených státech amerických.

7.1. Dohledové orgány a jejich právní postavení

Vliv právní úpravy Spojených států amerických (dále jen „USA“) má dopad na většinu právních úprav kapitálových trhů po celém světě. Je to zejména z toho důvodu, že právní rámec fungování kapitálového trhu byl v USA formován vzhledem k velikosti zdejšího kapitálového trhu již velmi brzy. Vzhledem k již zmíněné velikosti zdejšího kapitálového trhu, bylo důležitým hlediskem ochránit zejména investory, aby v případě jejich investic byl jimi investovaný kapitál v maximální míře ochráněn. Samozřejmě právní rámec ochrany investorů nemůže zasahovat do vývoje ekonomického, tudíž jeho cílem je zejména ochránit investory před nekalými praktikami jiných subjektů vystupujících na kapitálovém trhu.

Ve Spojených státech amerických se právní úprava kapitálového trhu začala formovat v reakci na hospodářskou krizi 30. let minulého století. Prvním právním předpisem vydaným z tohoto důvodu byl zákon o cenných papírech z roku 1933 (Securities Exchange Act of 1933) a zákon o burzách z roku 1934 (Securities Exchange Act of 1934). Těmito právními předpisy závaznými na federální úrovni byly formovány první zásady právní regulace kapitálového trhu s federální působností. Vrcholným orgánem dohledu nad kapitálovým trhem je v USA Kongres. Jeho úkolem je zejména schvalovat legislativní akty a jmenovat i odvolávat členy Komise pro cenné papíry. Komise pro cenné papíry (dále jen „SEC“) byla založena v roce 1934 zákonem o burzách, jeho článkem čtyři. Jedná se o nezávislý orgán. Jeho úkolem je především aplikovat a kontrolovat dodržování federálních zákonů týkajících se kapitálového trhu. Dále rozhoduje o udělení licencí, rozhoduje o registraci cenných papírů přijatých k veřejnému obchodování, sleduje kurzy a objemy obchodů, zkoumá podezřelé

transakce. V případě potřeby nové právní úpravy může navrhnout své podněty Kongresu. SEC je složena z pěti komisařů, jmenovaných prezidentem USA na návrh senátu. Vzhledem k politické nezávislosti komise smějí být maximálně 3 členové z jedné politické strany. Prezident USA dále jmenuje jednoho z členů komise jejím předsedou. Nyní je předsedkyní komise Mary L. Schapiro.¹³⁶

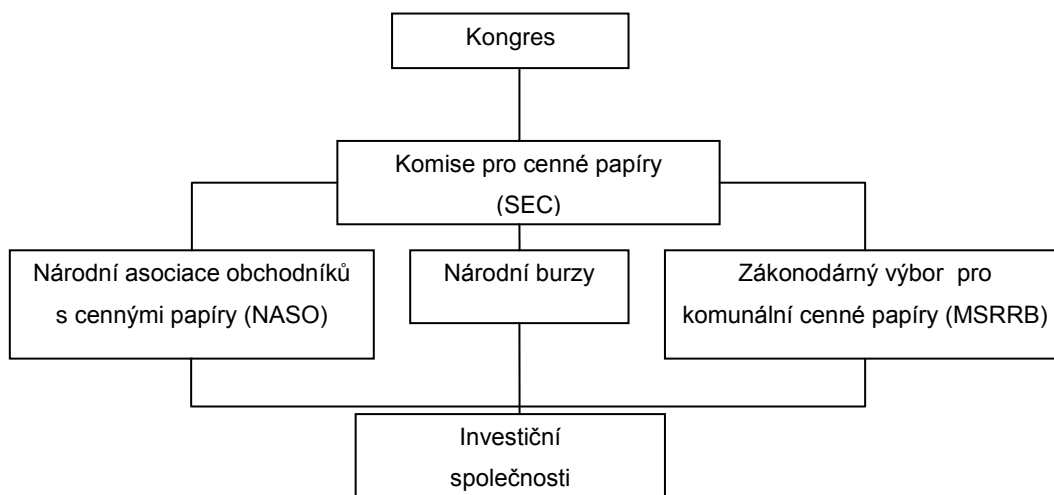
Ve Spojených státech amerických je silný vliv na fungování kapitálového trhu prostřednictvím samoregulačních orgánů. Mezi významné patří Národní asociace obchodníků s cennými papíry (National Association of Securities Dealers), Zákonodárny výbor pro komunální cenné papíry (Municipal Securities Rulemaking Board) a především burzy cenných papírů v jednotlivých státech USA. Burzy cenných papírů v jednotlivých státech se zaměřují především na dodržování pravidel a ochranu zájmů svých členů. Nejaktivnějším subjektem v oblasti samoregulace je Newyorská burza cenných papírů NYSE (The New York Stock Exchange), ta pro svém členy za období své činnosti vytvořila více než 1000 stran pravidel, zásad a standardů chování.

Jako reakce na četné finanční podvody na přelomu tisíciletí přijal Kongres USA v roce 2002 zákon Sarbanes-Oxley Act, jehož záměrem je zvýšení transparency fungování společností v USA, z dikce tohoto zákona vyplývá silný požadavek na posílení transparency zejména prostřednictvím vnitřní kontroly společností emitujících cenné papíry za účelem jejich prodeje na kapitálových trzích. Působnost zákona se nevztahuje pouze na společnosti inkorporované na území USA, ale na všechny společnosti nabízející své cenné papíry na kapitálových trzích na území USA.¹³⁷

¹³⁶ Current SEC Commissioners [on line]. SEC[cit. 12.3.2012]. Dostupné z <http://sec.gov/about/commissioner.shtml>

¹³⁷ NÝVLTOVÁ, Romana. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 43s. ISBN 978-80-247-1922-1.

Schéma dohledu nad kapitálovým trhem USA



7.2. New York Stock Exchange

Newyorská burza je cenných papírů (dále jen „NYSE“) je největší burzou cenných papírů na světě. Je zde uzavíráno téměř 80% obchodů s akciemi, které jsou veřejně obchodovány v USA. Denně je zde uzavřena zhruba 1,5 miliardy obchodů. Je zde obchodováno téměř 4000 emisí cenných papírů. NYSE je druhou nejstarší burzou v USA, vznikla v roce 1817 (první burza vznikla v Philadelphii v roce 1790). Nejdříve se na NYSE obchodovalo pouze s 5 tituly, většího rozmachu se NYSE dočkala v roce 1830, kdy zde byly kotovány první akcie železniční společnosti, které později s dalšími tituly z této oblasti dominovaly zdejšímu obchodování celé 19.století. Členství na burze je od roku 1868 vázáno na koupi „křesla“. Členství na burze je, jak bylo již vysvětleno dříve podstatným znakem burzovního trhu. K členství na tomto trhu je způsobilá pouze fyzická osoba. Investiční společnosti, tedy jmenují oprávněné osoby svými reprezentanty na burzovním trhu. Členství na NYSE je možno koupit, případně pro najmout. Počet křesel - potažmo členů je pevný od roku 1953. Celkový počet je 1366. Cena křesla se v proměně času mění. Pro ilustraci v 70.letech 19.století se cena pohybovala kolem 4 tisíc dolarů, v srpnu 2005 byla na hodnotě 3 000 000 dolarů. Na burzovních parketech NYSE působí různé typy členů:

- Brokeři na parketu – jednají jako agenti, vyřizují příkazy k nákupu a prodeji akcií jménem svých klientů, jednání uskutečňují na cizí účet a za své služby účtují provizi.

- Specialisté – vystupují současně v roli brokerů i dealerů, obchodují tak na vlastní i na cizí účet. Pokud nastane nerovnováha mezi prodejními a nákupními příkazy, použijí vlastní kapitál k minimalizaci nerovnováhy.
- Registrovaní obchodníci – jsou jimi individuální členové burzy, kteří provádějí obchody na vlastní účet. Smí se na rozdíl od specialistů účastnit obchodů se všemi cennými papíry. Za uzavření burzovních obchodů neplatí žádné poplatky, jelikož vlastní burzovní „křeslo“.¹³⁸

Investičními nástroji obchodovanými na NYSE jsou zejména akcie, dluhopisy, instrumentů uzavřených podílových fondů, burzově obchodovatelných fondů EFT'S. NYSE funguje na bázi prezenční burzy. V případě zadání pokynu klienta předá ho zpravidla prostřednictvím systému Broker Support System do svého stánku na burze. Na NYSE se obchoduje na několika parketech, rozdělených do menších obchodních míst. Obchodování s určitými typy akcií je rozděleno do sekcí, každá akcie má přidělenou svou sekci. Vypořádání obchodů na NYSE zajišťuje společnost The Midwest Clearing Corporation, která je propojena s dalšími clearingovými společnostmi do jednotné clearingové sítě fungující od roku 1975.¹³⁹ Hlavním reprezentativním indexem na NYSE je index Dow Jones Industrial average (dále jen „DJIA“), tento index sdružuje 30 nejobchodovanějších a nejhodnotnějších titulů dle tržní kapitalizace. Dalším je NYSE Composite. Dále je v rámci NYSE zveřejňováno několik dalších indexů, například dle druhu činnosti jejich emitentů - HealthCare, NYSE Energy, NYSE Leaders. NYSE spravuje nezisková korporace Euronext. Samotná správa burzy pak funguje obdobně jako u akciové společnosti, členové volí nejvyšší orgán burzy, kterým je tzv. rada ředitelů.

7.3. NASDAQ

NASDAQ je provozovatelem mimoburzovního trhu v USA. Jedná se o druhou největší burzu v USA a třetí největší na světě, dle tržní kapitalizace. Obchodování na burze NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation) probíhá výhradně elektronickým způsobem. Probíhá zde obchodování s investičními

¹³⁸ NÝVLTOVÁ, Romana. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 45s. ISBN 978-80-247-1922-1.

¹³⁹ NÝVLTOVÁ, Romana. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 46s. ISBN 978-80-247-1922-1.

nástroji v podobě akcií, futures a opcí. Obchodování na této burze bylo zahájeno na podkladě vypracované rozsáhlé studie komisí pro cenné papíry (SEC). SEC zhodnotil americký trh jako rozpolcený a neprůhledný, mimo jiné též z důvodu, že se obchodovalo výhradně přes telefon. SEC navrhla vyřešit problém zavedením automatizace trhu. Národní asociace obchodníků s cennými papíry tak byla pověřena k jeho uskutečnění. Samotné obchodování bylo na trhu NASDAQ zahájeno 8. února 1971. Jednalo se o řízený elektronický systém cenami. V roce 1998 se NASDAQ spojil s burzou AMEX (American Stock Exchange).¹⁴⁰ V systému NASDAQ tvoří rozhodující roli tvůrci trhu, kteří na principu dvoucestné kotace neustále kotují a nákupní prodejní kurzy za něž jsou schopny daný titul koupit případně prodat. Pro jeden titul bývají zpravidla 2 nebo více tvůrců trhu, jež si jsou vzájemnou konkurencí. Systém NASDAQ funguje v několika dílčích úrovních. Požadavky pro kotaci jednotlivých investičních nástrojů jsou oproti NYSE mnohem nižší, spočívají například v relativně nízkém objemu emise a minimálního počtu obchodovatelných cenných papírů v emisi. Funkci hlavního indexu tohoto mimoburzovního trhu představuje NASDAQ Composite Index. V uplynulých deseti letech NASDAQ otevřel mnoho mezinárodních tržních segmentů, a to v Kanadě, Japonsku a Evropě.¹⁴¹

¹⁴⁰ NÝVLTOVÁ, Romana. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 47s. ISBN 978-80-247-1922-1

¹⁴¹ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, 99 s. ISBN 978-80-7357-297-6.

Závěr

Kapitálový trh je segmentem trhu finančního. Jedná se o trh finančních nástrojů se splatností déle než jeden rok. Vzhledem ke komplikovaným vztahům vznikajícím v této oblasti bylo nutno s postupným rozvojem tuto oblast upravit pomocí právních předpisů, jelikož regulace samotným trhem již nepostačovala. V České republice byl prvním právním předpisem týkající se kapitálového trhu obchodní zákoník vydaný v roce 1991, jež upravoval zejména akciové společnosti. Dalším významným předpisem byl zákon o cenných papírech, který ve svém původním znění z roku 1992 byl obecným předpisem upravující problematiku kapitálového trhu. Právní úprava kapitálového trhu v ČR doznala zásadní změny po roce 2000, kdy vzhledem k postupnému sbližování právního řádu ČR s právním řádu EU bylo nutno přijmout řadu právních předpisů. Přelomovým zákonem byl ZPKT. Tento právní předpis reflektoval zejména stávající úpravu evropské unie. Spolu s ním byly schváleny zákony upravující některé důležité investiční nástroje, zejména dluhopisy. K dnešnímu dni byl tento zákon několikrát novelizován zejména v souvislosti s požadavky na implementaci směrnic EU. Vzhledem k této skutečnosti je možno usoudit, že díky postavení EU jako významného normotvůrce, který dokáže flexibilně reagovat na změny v oblasti finančního trhu je právní úprava kapitálového trhu s výjimkou právní úpravy finančních derivátů dokonalá.

Kapitálový trh dělíme dle ekonomické teorie na trh primární a sekundární. Trh primární spočívá v prvotní nabídce investičních nástrojů, ve které se emitenti snaží získat volné finanční prostředky investorů k financování společnosti (plní zejména alokační funkci – umístění kapitálu). V rámci primárního trhu je významná a prvotní veřejná nabídka investičních nástrojů - IPO. Jedná se o velmi formalizovaný proces, který se v ČR zejména k velikosti trhu příliš často neuskutečňuje, ale na zahraničních trzích je velmi oblíbený, vzhledem k možnosti získání většího množství kapitálu k rozvoji společnosti. Sekundárním trhem se rozumí trh, kde se investiční nástroje obchodují zejména za spekulativním účelem. Obchodování zde se může konat na regulovaných či neregulovaných trzích (z pohledu ekonomického na trzích burzovních a mimoburzovních, toto dělení se již v právní úpravě nezmiňuje). V České republice provozuje regulovaný trh Burza cenných papírů Praha, a.s. od roku 1993.

Orgánem dohledu v oblasti finančního trhu v České republice je Česká národní banka, která je k tomu delegována zejména zákonem o České národní bance č. 6/1993 Sb., ve znění pozdějších předpisů. V její pravomoci je zejména udělovat povolení zákonem vymezeným subjektům kapitálového trhu k jejich činnosti a vykonávat nad nimi kontrolu.

Nejrozvinutějším regionem v oblasti kapitálového trhu jsou vzhledem k velikosti trhu Spojené státy americké. Z toho důvodu se zde začala formovat právní úprava kapitálového trhu již ve třicátých letech dvacátého století jako reakce na hospodářskou krizi. Ve Spojených státech existuje mnoho burzovních i mimoburzovních trhů, nejznámějším burzovním trhem je NYSE, nejznámějším mimoburzovním je NASDAQ. Vrcholným orgánem dohledu nad kapitálovým trhem je v USA kongres. Dalším významným regulatorním orgánem je SEC. Významnou roli hrají také organizace zabývající se samoregulací kapitálového trhu.

Summary

The aim of this thesis is to clarify the legal regulation of the capital market in the Czech Republic. The introductory part contains the description of the concept of capital market and his inclusion into the system of financial market. Here is also outlined the future development of the capital markets in the Czech Republic and in the world. The second part deals with the source of law of capital market. Here are analyzed the most important legal regulations concerning this issue. In the account is also taken the legal regulation of the European Union that has a major impact on this dynamically developing field. Next part of the thesis is focused on the subjects on the capital market and their legal status. It deals with market organisers, dealers with securities, investment intermediaries, rating agencies and other subjects. The fourth part of the thesis is pursuing the legal objects of the capital market, primarily investment tools. Here are described the legal aspects of the most important investment instruments. The fifth part is focused on the trading on the capital market. It contains the division of the market to primary and secondary market and description of their legal aspects. Here are also mentioned the IPO and their legal and economic aspects. The sixth part contains legal regulation of capital market in the Czech republic. Part about Czech national bank and supervisory authority. Seventh chapter contains an excursion into the legal regulation of the capital market in the USA. This chapter deals with the most important legal regulations editing the capital market of the United States.. Because of the multidimensional overlap of the thesis the author tried to accommodate both legal and economical point of view.

Seznam použitých zdrojů

Literatura:

- BAKEŠ, Milan. Finanční právo. 5. upr. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009. 548 s. ISBN 9788074008016
- JÁNOŠÍKOVÁ, Petra; MRKÝVKA, Petr; TOMAŽIČ, Ivan. Finanční a daňové právo. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2009. 525 s. ISBN 9788073801557
- KOTÁSEK, Josef; POKORNÁ, Jarmila. Kurs obchodního práva: právo cenných papírů. 5. vyd. Praha : C.H. Beck, 2009. 419 s. I SBN 9788071794547
- NÝVLTOVÁ, Romana; REŽŇÁKOVÁ, Mária. Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování. 1. vyd. Praha: Grada, 2007. 222 s. I SBN 9788024719221
- PAVLÁT, Vladislav. Burzy cenných papírů. 1. vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2003. 125 s. I SBN 802390230X
- PAVLÁT, Vladislav. Kapitálové trhy. 1. vyd. Praha : Professional Publishing, 2003. 296 s. I SBN 8086419339
- PAVLÁT, Vladislav; KUBÍČEK, Antonín. Regulace a dozor nad kapitálovými trhy. Vyd. 1. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2004. 229 s. I SBN 8086754138
- POSPÍŠI LOVÁ, Alena; POSPÍŠI L, Michal. Cenné papíry a podnikání na kapitálovém trhu. Vyd. 1. Praha: Vysoká škola aplikovaného práva, 2006. 214 s. ISBN 808677507072
- VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007. 703 s. ISBN 9788073572976.
- TOMAŽIČ, Ivan. *Ekonomie pro právníky*. Vyd. 1. Dobrá Voda u Pelhřimova: Aleš Čeněk, 2003, 316 s. Právnícké učebnice (Aleš Čeněk). ISBN 80-864-7336-8.
- MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520s. ISBN 978-80-86929-70-5.
- GIFIS, H.,S. Law dictionary, 3rd ed. Barron's Educational series, Inc., 1991 , 638s. ISBN 0-8120-4628-5
- JIRŮ BOGUSZAK, Jiří Čapek. *Teorie práva*. 2., přeprac. vyd. Praha: ASPI, 2004, 348s. ISBN 978-807-3570-309.
- Slovník bankovníctví, pojišťovnictví a kapitálových trhů*. 1. vyd. Praha: Public History, 1998, 328s. ISBN 80-902-1932-2.

RADVAN Michal, KYNCL Libor, Moždiaková Michaela. *Právo kapitálového trhu*. MU Brno : 2010, 61s. ISBN 978-80-210-5277-2.

MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, 188s. ISBN 978-80-251-2620-2.

JÍLEK, J.: Finanční a komoditní deriváty. 1. vydání. Praha: GRADA Publishing a.s., 2002, 624s. ISBN 80-247-0342-4.

Časopisecké články:

Dědič, J., *Dva zákony o cenných papírech*. Obchodní právo, 1993,č.1,s.9

Filkuková , V.,Komora, M., Bič na zadlužené obce in Právo a byznys , únor 2012 , Mladá Fronta: 2012, s. 24

Právní předpisy:

Zákon č. 1/1993 Sb., Ústava ČR, ve znění pozdějších předpisů,

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

zákon č. 500/2004 Sb., správní řád, ve znění pozdějších předpisů

zákon č. 200/1990 Sb., o přestupcích, ve znění pozdějších předpisů,

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

zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů,

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

zákon č. 15/1918 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu,

zákon č. 91/1963 Sb., občanský soudní řád, ve znění pozdějších předpisů,

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

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

zákon č. 21/1992 Sb., o bankách,

zákon č. 6/1993 Sb., o ČNB, ve znění pozdějších předpisů,

zákon č. 15/1998, o dohledu v oblasti kapitálového trhu, ve znění pozdějších předpisů,

zákon č. 57/2006 Sb., o změně zákonů v souvislosti se sjednocováním dohledu nad finančním trhu,

důvodová zpráva k zákonu č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu ve znění pozdějších předpisů

Judikatura:

Ústavní soud

Sp. zn. III. ÚS 2111/07

Sp. zn. Pl. ÚS 38/01

Sp. zn. Pl. ÚS 56/05

Nejvyšší správní soud

Sp. zn. Konf 3/2007-6

6A 167/2002-28

Vrchní soud

Sp. zn. 3 Cmo 46/2000

Městský soud v Praze

40 T 2/2004

Evropské právo:

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES

Nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 1060/2009

Nařízení Komise (ES) č.1278/2006

Směrnice o trhu finančních nástrojů 2009/39/ES

Internetové zdroje:

www.cnb.cz

www.csas.cz

www.nsoud.cz

www.bcphp.cz

www.rmsystem.cz

www.euro.cz

www.sec.gov

www.cdcp.cz

www.akcie.cz

www.pse.cz

www.mfcr.cz

www.epravo.cz