

UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE
PRÁVNICKÁ FAKULTA

DIPLOMOVÁ PRÁCE

2012

DAVID REITERMAN

Univerzita Karlova v Praze
Právnická fakulta

David Reiterman

OPERACE S CENNÝMI PAPÍRY A JEJICH PRÁVNÍ ÚPRAVA

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: JUDr. Petr Kotáb

Katedra finančního práva a finanční vědy

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 28. března 2012

Prohlášení:

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

V Praze, dne 28. března 2012

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'David Reiterman', written over a horizontal line.

David Reiterman

david.reiterman@gmail.com

Poděkování:

Rád bych tímto poděkoval JUDr. Petru Kotábovi za cenné podněty a připomínky, které mi poskytl během realizace této diplomové práce.

Obsah:

Úvod	1
I. TEORETICKÁ VÝCHODISKA POUŽÍVANÝCH POJMŮ	3
1 Vymezení cenného papíru	4
1.1 Legální definice.....	4
1.2 Charakteristické znaky	4
1.3 Povaha cenných papírů v českém právním řádu	6
1.4 Prameny právní úpravy cenných papírů v České republice	8
1.4.1 Obecné právní prameny	8
1.4.2 Zvláštní právní prameny	9
1.4.3 Právo EU	9
1.5 Druhy cenných papírů	10
1.6 Třídění cenných papírů	11
1.6.1 Podle podoby	11
1.6.2 Podle formy.....	12
1.6.3 Další třídící kritéria	14
2 Operace s cennými papíry z hlediska investičních služeb.....	16
2.1 Hlavní investiční služby	17
2.2 Doplnkové investiční služby	21
3 Investiční bankovníctví v České republice	27
3.1 Role finančního trhu.....	27
3.2 Komerční vs. investiční bankovníctví.....	28
3.3 Specifika regulace investičního bankovníctví v České republice	30
3.4 Druhy investičních bank v České republice	32
3.5 Struktura trhu cenných papírů a další instituce investičního bankovníctví.....	33
3.5.1 Regulovaný sekundární trh	34
3.5.2 Burzovní trh	35
3.5.3 Burza cenných papírů	36
3.5.4 Centrální deponitář cenných papírů	38
II. OPERACE PROVÁDĚNÉ INVESTIČNÍ BANKOU	42
1 Emisní operace	43
1.1 Emise vs. vydání cenného papíru.....	43
1.2 Podstata emisních operací	45
1.3 Druhy emisních obchodů	46
1.4 Druhy umístění emise	47
1.4.1 Veřejná emise a specifika veřejné nabídky.....	47
1.4.2 IPO a SPO	48
1.4.3 Soukromá emise.....	49
1.5 Průběh při veřejných emisních operacích	49
1.6 Smluvní dokumentace při emisních operacích	52

2	Obstaravatelské operace	54
2.1	Komisionářská smlouva o obstarání koupě nebo prodeje cenného papíru	55
2.2	Typy obstaravatelských obchodů	58
2.3	Spekulace jako motiv pro obchodování s cennými papíry.....	60
3	Depotní operace.....	61
3.1	Podstata depotních operací.....	61
3.2	Smlouva o úschově cenných papírů	62
3.3	Smlouva o správě cenných papírů.....	63
3.4	Smlouva o uložení cenných papírů	64
3.5	Imobilizace cenných papírů	65
4	Operace související s obhospodařováním majetku.....	66
5	Převodní operace.....	69
5.1	Smlouva o úplatném převodu (koupí) cenných papírů	70
5.2	Smlouva o bezúplatném převodu cenného papíru	71
5.3	Smlouva o půjčce cenných papírů.....	72
 III. ÚPRAVA CENNÝCH PAPÍRŮ DE LEGE FERENDA ANEB CHYSTANÉ ZMĚNY V SOUVISLOSTI S REKODIFIKACÍ SOUKROMÉHO PRÁVA.....		
Závěr		77
 Použité prameny a literatura		81

Seznam použitých zkratek

Právní předpisy:

DevZ:	zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon, v platném znění
Listina:	zákon č. 2/1993 Sb., o vyhlášení Listiny základních práv a svobod, v platném znění
MiFID:	směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2001 o trzích finančních nástrojů, v platném znění
NObčZ:	zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, v platném znění
ObčZ:	zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, v platném znění
ObchZ:	zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, v platném znění
OSŘ:	zákon č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád, v platném znění
ZBank:	zákon č. 21/1991 Sb., o bankách, v platném znění
ZCP:	zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, v platném znění
ZDluh:	zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, v platném znění
ZOK:	zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, v platném znění
ZPKT:	zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, v platném znění
ZSŠ:	zákon č. 191/1950 Sb., směnečný a šekový, v platném znění
ZVelPriv:	zákon č. 92/1991 Sb., o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby, v platném znění
ZZSL:	zákon č. 307/2000 Sb., o zemědělských skladních listech a zemědělských veřejných skladech, v platném znění

Instituce:

BCPP	Burza cenných papírů Praha, a.s.
CDCP	Centrální depozitář cenných papírů, a.s.
ČNB	Česká národní banka
EU	Evropská unie
KCP	Komise pro cenné papíry
RMS	RM-System, česká burza cenných papírů, a.s.
SCP	Středisko cenných papírů
SEC	Securities and Exchange Commission

Úvod

S ohledem na genezi, rozvoj a současný stav českého kapitálového trhu asi nepřekvapí, že v porovnání se západním světem ekonomické subjekty s přebytkovým kapitálem (zejména ty soukromé typu domácností a firem) žijící či působící v České republice při alokaci své nespotřebované kupní síly upřednostňují místo investic do cenných papírů spíše klasické komerční bankovní produkty typu spořicíh či termínovaných účtů.

Přesto se objevuje řada investorů, zejména retailového typu, kteří se o oblast investování do cenných papírů a s ní spojených operací v rámci investičních bankovních produktů začínají stále více zajímat. Jsou vedeni různými motivy – chtějí např. aktivně zhodnocovat svůj majetek nebo diverzifikovat a zajišťovat svá aktiva při přípravě na svůj postproduktivní věk. Další zájem mohly vyvolat četné reference na oblast investičního bankovníctví v masmédiích v průběhu ekonomické krize z posledních let, ve které sehrály investiční banky poměrně významnou (i když dost negativní) roli. Také z těchto důvodů se proto v posledních letech investování a s ním spojená oblast investičního bankovníctví dostává postupně do popředí zájmu české společnosti, což se odráží i v četné odborné literatuře.

Přestože téma mé práce směřuje spíše k obecnému pozitivněprávnímu vymezení různých operací s cennými papíry, zvolil jsem v této oblasti s ohledem na výše uvedené poněkud užší, nicméně do značné míry související problematiku. Cílem této práce je proto na omezeném prostoru co nejkompaktněji přiblížit oblast nejčastějších operací s cennými papíry v investičním bankovníctví a poukázat na její specifika z pohledu českých reálií, a to prostřednictvím analýzy příslušné právní úpravy, jejího doktrinního výkladu, doplněné některými praktickými závěry vyplývajícími z relevantní judikatury a stanovisek regulatorních orgánů. Za tímto účelem rozdělují práci na tři samostatné části.

První část práce se věnuje vymezení pojmů, se kterými následně pracuje, tj. cenným papírům, operacím s nimi a postavení investiční banky v českém právním prostředí.

Stěžejním pojmem v této práci je „cenný papír“, jehož významu je proto věnována první kapitola z této teoretické (obecné) části, v níž se snažím zjistit, co je

vlastně cenným papírem, jaká je jeho povaha a jaké jeho relevantní druhy a typy jsou využívány v investičním bankovníctví.

Následně věnuji pozornost investičním službám, resp. fenoménu investičních bank, a to za účelem vymezení „českého“ trhu investičního bankovníctví, společně s objasněním role dalších subjektů, bez kterých by tento trh v České republice ani jinde ve světě nemohl fungovat.

Výše uvedené poskytuje základ pro druhou část práce, ve které již analyzuji samotné operace s cennými papíry. Tyto operace, přestože jsou provázány a bývají poskytovány často v určitých kombinacích společně, jsou členěny do pěti samostatných kapitol ve snaze určit nejrůznější práva a povinnosti, které českým investičním bankám při jejich poskytování vznikají, včetně zrcadlových povinností a práv subjektů (zpravidla zákazníků investiční banky), kteří v té které operaci vystupují jako protistrana.

Prvním okruhem operací jsou operace emisní. Jejich zařazení na začátek vyplývá z toho, že jde operace primární, bez nichž by nebyly možné operace další. Následujícím okruhem, kterému se práce věnuje, jsou operace obstaravatelské, které představují snad nejčastější druh operací, které investiční banka provádí. Práce navazuje kapitolou o operacích depotních, které jsou diskutovány z hlediska různých smluvních typů, které česká legislativa nabízí. Náplní posledních dvou kapitol jsou operace související s obhospodařováním majetku, resp. operace převodní.

Závěrečná část této práce je věnována rozboru určitých změn v právní úpravě cenných papírů *de lege ferenda*, a to s ohledem na revoluční rekonstrukci soukromého práva.

Přestože existuje řada dalších operací s cennými papíry, které investiční banky v České republice i jinde ve světě provádějí (např. zajišťovací operace ve formě zastavení cenných papírů či derivátových transakcí, přeměna podoby cenných papírů, realizace jejich prodeje prostřednictvím veřejných dražeb či proces umořování listinných cenných papírů), zůstávají tyto stranou zájmu mé práce, neboť jsou dle mého názoru prováděny investičními bankami spíše výjimečně.

Tato diplomová práce vychází z právního stavu ke dni 28. března 2012.

I. TEORETICKÁ VÝCHODISKA POUŽÍVANÝCH POJMŮ

Pro správné uchopení jakéhokoli právního pojmu je nezbytné si takový pojem teoreticky definovat. Jistě není náhodou, že v prvních paragrafech u řady právních předpisů, které zpravidla obsahují obecná či základní ustanovení,¹ zákonodárce u takového pojmu pomocí tzv. legální definice závazně vymezení jeho význam za účelem jeho správné interpretace,² neboť stejná slova často v obecném a právním jazyce neznamenají totéž.³

Přestože tato práce není konstruována jako právní předpis, také se snaží vymezit nejdříve základní pojmy, se kterými následně pracuje. Jedná se o pojmy: (i) „cenný papír“, zejména z hlediska jeho užití na poli investičního bankovníctví (ii) „operace“, které jsou takovými investičními cennými papíry běžně prováděny a konečně (iii) „investiční banka“, jež tyto operace na cizí účet zprostředkovává či sama na účet vlastní uskutečňuje.

¹ Např. ZPKT, který v § 2 obsahuje definici používaných pojmů.

² Srov. GERLOCH, A. *Teorie práva*. 5. vyd. Plzeň : Aleš Čeněk, 2009, s. 99.

³ Příkladem může být slovo „operace“, které je v této práci (v porovnání se svým obecným významem) užíváno v úplně jiném smyslu.

1 Vymezení cenného papíru

1.1 Legální definice

Ačkoliv je pojem „cenný papír“ po celém světě často skloňován, nebývá zvykem, že by byl v jurisdikcích jednotlivých států legálně obecně definován.⁴ Nejinak je tomu i v České republice.⁵ V českém právním řádu existují pouze dílčí definice určitých druhů cenných papírů ve speciálních zákonech, které ovšem nejsou všeobecně aplikovatelné, neboť u nich chybí obecnější charakteristika, která by se dala aplikovat i na druhy ostatní.⁶

Ke zevšeobecnění pojmu cenný papír se u nás dobrala pouze doktrína, která tento pojem vymezila jako „*jakoukoli listinu, která ztělesňuje určitý nárok jejího majitele proti vystavovateli této listiny a která zároveň slouží k ukládání a zhodnocování volných finančních prostředků jejího majitele,*“⁷ případně jako „*listinu, ve které je vtěleno (inkorporováno) určité subjektivní majetkové právo, přičemž toto právo je s danou listinou spojeno tak úzce a neoddělitelně, že bez ní nemůže být uplatněno ani převedeno a se zánikem listiny rovněž zaniká.*“⁸

1.2 Charakteristické znaky

Z výše uvedeného doktrinálního pojetí cenného papíru vyplývají jeho dva charakteristické znaky: musí jít o *papír*,⁹ na kterém je zachycen určitý písemný projev vůle (tzv. skripturní akt), který musí být platný, aby s ním byly spojeny právní

⁴ Tzn. v nějakém obecném předpisu soukromého práva. Srov. BAKEŠ, M., KARFÍKOVÁ, M., KOTÁB, P., MARKOVÁ, H. a kol. *Finanční právo*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 424.

⁵ Což zřejmě souvisí s tím, že český zákonodárce na vymezení obecné legální definice jednoduše vědomě rezignoval. Srov. Úřední sdělení ČNB (*k vydávání cenných papírů neupravených českým právním řádem*) ze dne 10. září 2007 dostupné ze stránek ČNB <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2007/download/v_2007_21_24207540.pdf>.

⁶ Příkladem takového částečného definičního náznaku s absencí obecné závaznosti je třeba § 1 písm. e) DevZ či § 185i odst. 1 OSŘ. Tyto dílčí definice ovšem nelze považovat za všeobecné legální definice tohoto pojmu, neboť slouží pouze pro účely DevZ, resp. pro účely umořování listin podle OSŘ.

⁷ Srov. KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, ss. 4 a 10.

⁸ Srov. BAKEŠ, M., KARFÍKOVÁ, M., KOTÁB, P., MARKOVÁ, H. a kol. *Finanční právo*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 424 a literatura zde uvedená.

⁹ Resp. listinu, skripturu, či jakýkoli jiný hmotný substrát.

důsledky, které způsobují *cennost* takového papíru.¹⁰ Je patrné, že právo, které vyplývá z cenného papíru, je nerozlučně spjata s takovou listinou.¹¹ Pojem cenného papíru na základě takového vymezení proto vylučuje listiny, které jsou pro zúčastněné strany subjektivně velmi cenné, ale jsou právně irelevantní (např. milostné dopisy) stejně jako např. listiny, které pouze deklarují určitý právní stav (např. potvrzení o zaplacení), jejichž vyhotovení je předpokladem vzniku práv a povinností (např. uznání dluhu nebo prohlášení o ručení) nebo ty, jež mají pouze funkci legitimační (např. lístek ze šatny). Ztráta nebo zničení podobných listin pouze oslabuje důkazní schopnost oprávněného, ale (na rozdíl od cenných papírů) neznemožňuje uplatnění práva vtěleného do této listiny vůči osobě povinné.¹²

Historický vývoj ovšem listinnou podobu cenných papírů překonal. Nejen v souvislosti s řešením umožnění listinných cenných papírů (v případě jejich zničení, ztráty či odcizení),¹³ ale hlavně s rozvojem výpočetní techniky došlo ke vzniku a masivnímu rozšíření „elektronických“ (dematerializovaných) cenných papírů, tj. k odstranění jejich hmotného substrátu,¹⁴ který byl nahrazen záznamem v určitém souboru dat vedeném ve zvláštních evidencích.¹⁵ Tato dematerializace cenných papírů umožnila významné úspory času i nákladů při operacích s cennými papíry a významně tak determinovala nejen výrazný nárůst aktivity na primárním trhu cenných papírů z hlediska počtu vydaných cenných papírů, ale i na trhu sekundárním z hlediska objemu obchodů s nimi. Z výše uvedeného vyplývá, že dematerializace měla významný pozitivní vliv na činnost investičních bank, které se na těchto trzích cenných papírů pohybují.¹⁶

¹⁰ Cenností je v tomto případě myšlena cennost právní, tzn. právní následky, které s listinou spojuje platný právní řád. V tomto ohledu připomíná cenný papír běžné bankovky, jejichž cennost také nespočívá v samotné listině, ale v právu, které je v ní ztělesněno na základě příslušných právních předpisů (tj. jsou právní úpravou brány jako zákonný platební prostředek, tzv. *legal tender*). Srov. např. POLOUČEK, S. *Peníze, banky, finanční trhy*. 1. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 40.

¹¹ Což neplatí v případech, kdy zákon samostatnou převoditelnost práva odděleného od cenného papíru připouští (např. v § 156a ObchZ). Srov. také rozhodnutí Nejvyššího soudu České republiky sp. zn. 20 Cdo 2881/2009 ze dne 26. dubna 2011.

¹² ŠVESTKA, J., DVORÁK, J. a kol. *Občanské právo hmotné 2*. 5. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2009, s. 321.

¹³ V tomto bodu můžeme hledat prvopočátky prolomení nedotknutelnosti hmotného substrátu cenného papíru. In KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 8.

¹⁴ *Ibid*, s. 9 a literatura zde uvedená.

¹⁵ Srov. *ibid*, ss. 23-24.

¹⁶ O úloze trhu cenných papírů a investičních bank na něm působících viz kapitola 3 této části níže.

Můžeme ale v této souvislosti (i přes chybějící základní charakteristický znak „listinnosti“) stále hovořit o cenných papírech?¹⁷ Odborná literatura se s tímto problémem vyrovnává argumentací, že „vždy zůstává zachován písemný projev vůle (skripturní akt), přičemž termín listina je nahrazen termínem nosič,“¹⁸ případně se odvolává na to, že v souvislosti s dematerializací cenných papírů je možno místo listiny používat ekvivalent „zápis do zákonem určené evidence.“¹⁹ Nejenže tedy můžeme dematerializované cenné papíry považovat za plnohodnotné cenné papíry, ale tato jejich moderní podoba převzala z hlediska současné praxe investičních bank dokonce hlavní roli.

1.3 Povaha cenných papírů v českém právním řádu

V doktrinálním vymezení cenného papíru bylo uvedeno, že s existencí listiny je těsně spojeno určité subjektivní majetkové právo. Pokud ale u cenných papírů dochází k nakládání se subjektivním právem do nich inkorporovaným, do které základní kategorie předmětů subjektivních práv cenné papíry náleží?²⁰ Jedná se o věc, právo, či jinou majetkovou hodnotu?²¹

S ohledem na historické vnímání cenného papíru jako listiny by řada z nás pravděpodobně hlasovala pro věc.²² Nicméně, v takovém případě vzniká logický problém, kam zařadit dematerializované cenné papíry, u nichž je evidentní, že jejich

¹⁷ Někteří autoři poukazují na to, že dematerializace oslabila tradiční definici cenných papírů. Srov. např. ŠVESTKA, J., DVORÁK, J. a kol. *Občanské právo hmotné 2*. 5. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2009, ss. 320-321.

¹⁸ Srov. KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 18 a literatura zde uvedená.

¹⁹ Srov. ŠVESTKA, J., DVORÁK, J. a kol. *Občanské právo hmotné 2*. 5. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2009, s. 321.

²⁰ Srov. § 118 odst. 1 ObčZ.

²¹ Jinou majetkovou hodnotou jsou typicky předměty spadající do práva duševního vlastnictví, tzn. buď práva autorského (jakékoli autorské dílo) nebo práv průmyslových (např. vynález či ochranná známka).

²² V tomto směru je důležité rozlišovat možnost nakládání s listinným cenným papírem jako s věcí a nakládáním s ním jako se zvláštním závazkovým majetkovým právem. Je jasné, že na listinu, resp. list papíru je možné nahlížet jako na věc se všemi věcněprávními důsledky; nicméně, tato absolutní věcněprávní povaha cenných papírů není z hlediska práva cenných papírů relevantní, a proto bude v dalším textu věnována pozornost cenným papírům pouze z hlediska jejich relativní závazkověprávní povahy. K této dvojí povaze práv u cenných papírů srov. blíže např. rozhodnutí Vrchního soudu v Praze sp. zn. 5 Cmo 74/2001 ze dne 25. června 2001.

elektronický záznam v evidenci za věc v právním smyslu považovat nelze.²³ Odborná literatura se s tímto problémem vypořádává poměrně šalamounsky, kdy cenné papíry z hlediska své povahy řadí mezi „*tzv. jiné majetkové hodnoty s hmotným substrátem, jímž je sice věc hmotná (zpravidla movitá), avšak jejich užitečnost nespočívá v této věci samé, ale nehmotném právu, které je v ní inkorporováno.*“²⁴

Zákonodárce, vědom si této nejednoznačnosti, se tomuto teoretickému problému postavil čelem, kdy přijal novelizací ZCP,²⁵ která doplnila § 1 odst. 2 ZCP o větu, že „*na cenné papíry se analogicky vztahují ustanovení o věcech movitých, pokud nestanoví ZCP či jiný zvláštní právní předpis jinak,*“ přičemž v právní úpravě smluv o cenných papírech začal být používán pojem „vlastník“ namísto původního „majitele“, který, v době před přijetím výše uvedené novelizace, měl akcentovat tehdejší pojetí cenných papírů, u kterých nemělo existovat vlastnické právo, ale jakési majetkové právo *sui generis*, neboť nelze hovořit o vlastnictví tam, kde chybí materiální substrát.²⁶

Z novelizace nicméně jasně vyplynulo, že cenný papír, na rozdíl od dob minulých,²⁷ není považován za věc, protože se na něj právní úprava věcí movitých aplikuje pouze analogicky.²⁸ Došlo tím tedy k vyřešení nejednoznačnosti ohledně majetkového práva *sui generis*, resp. klasického práva vlastnického k cennému papíru, neboť toto majetkové právo bylo postaveno naroveň právu vlastnickému.²⁹

Výše uvedené vymezení povahy cenného papíru nás přivádí k problematice jejich právní úpravy v českém právním řádu, jejíž základní charakteristika je nastíněna v další kapitole.

²³ Není divu, že se proto objevily názory, že cenné papíry v dematerializované podobě nesplňují předpoklady předmětu vlastnictví podle § 123 ObčZ (zejména je nejde držet) a jako takové nejsou způsobilým předmětem vlastnictví. Srov. rozhodnutí Vrchního soudu v Praze sp. zn. 5 Cmo 423/97 ze dne 24. března 1998.

²⁴ KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 19.

²⁵ Tato novelizace, která významně pomohla ve snaze o odstranění spornosti právní povahy cenných papírů, byla přijata zákonem č. 362/2000 Sb s účinností od 1. ledna 2001.

²⁶ Srov. KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, ss. 19-21.

²⁷ Cenný papír byl v předválečné a většinou i poválečné literatuře považován za ekvivalentní věci movité, a to na základě jeho hmotného substrátu, tj. nosiče v něm obsažené pohledávky. In ŠVESTKA, J., DVOŘÁK, J. a kol. *Občanské právo hmotné 1*. 5. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2009, s. 248.

²⁸ Srov. ŠVESTKA, J., DVOŘÁK, J. a kol. *Občanské právo hmotné 2*. 5. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2009, s. 321.

²⁹ Právo k cennému papíru se tak stalo právem věcným, absolutním a nepromlčitelným, se všemi důsledky a závazky, které vyplývají z vlastnictví jakéhokoli jiného předmětu podle obecné úpravy v ObčZ, resp. v ústavním pořádku České republiky, srov. § 123 an. ObčZ, resp. čl. 11 Listiny.

1.4 Prameny právní úpravy cenných papírů v České republice

Dá se říci, že obecné právní prameny upravují všechny druhy cenných papírů, přičemž jejich podrobná úprava je následně svěřena pramenům zvláštním.³⁰ Při kolizi úpravy v pramenu obecném a zvláštním o stejné právní síle bude dána přenost, podle poučky „*lex specialis derogat generali*“, úpravě v předpisu zvláštním.³¹

1.4.1 Obecné právní prameny

Mezi obecné právní prameny jsou řazeny kromě ZCP a ObchZ také zbylé dva základní kodexy aktuálně účinného hmotného a procesního soukromého práva, tzn. ObčZ a OSŘ.

ZCP upravuje kromě úpravy často využívaných emisních operací také obecnou úpravu operací smluvních, které jsou blíže rozvedeny v další části této práce. Obecnost ZCP spočívá v tom, že se vztahuje obecně na všechny druhy cenných papírů,³² a proto je v této své rovině aplikovatelný i přesto, že jednotlivé druhy cenných papírů jsou upraveny zákony speciálními.³³

Dalším obecným předpisem je ObchZ. Přestože se společně se ZCP řadí oba mezi obecné právní prameny, je zajímavé sledovat jejich vzájemný vztah generality/speciality. ObchZ totiž např. obsahuje obecnou právní úpravu úplatných smluv týkajících se cenných papírů, pokud ZCP (v tomto případě jako předpis speciální) neobsahuje odlišnou úpravu.³⁴ Vzájemný vztah jednotlivých ustanovení obou předpisů závisí vždy na posouzení konkrétní situace, která z těchto ustanovení vyplývá.³⁵ U neúplatných smluv bývá zpravidla odkazováno na ObčZ, přičemž otázky vymáhání práv z cenných papírů a zejména oblast tzv. umořování listin (vč. cenných papírů) upravuje OSŘ.³⁶

³⁰ Nicméně, ani tato generalizace nezůstává bez výjimek, kdy např. ZCP, resp. ObchZ, jako obecné prameny, obsahují zvláštní úpravu kupónů, resp. akcií.

³¹ Srov. např. GERLOCH, A. *Teorie práva*. 5. vyd. Plzeň : Aleš Čeněk, 2009, s. 65.

³² Pokud přímo z jeho znění či ze znění zvláštních zákonů nebo z povahy věci nevyplývá něco jiného.

³³ Srov. KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 43.

³⁴ Srov. § 13 odst. 1 ZCP.

³⁵ Srov. rozhodnutí Nejvyššího soudu České republiky sp. zn. 29 Odo 314/2001 ze dne 30. října 2002.

³⁶ Srov. § 185i OSŘ, který se ovšem neaplikuje na dematerializované cenné papíry, a proto tuto operaci investiční banky prakticky neřeší.

1.4.2 Zvláštní právní prameny

Přestože zvláštní prameny právní úpravy cenných papírů upravují jednotlivé druhy cenných papírů,³⁷ je určitým paradoxem, že větší část těchto druhů cenných papírů, je upravena přímo v pramenech obecných.³⁸

Vzhledem k zaměření této práce nejsou tyto předpisy předmětem podrobnějšího rozboru, neboť k operacím s cennými papíry, které upravují, investiční bankou působící v České republice dochází, až na výjimky,³⁹ pouze v omezeném rozsahu, pokud vůbec.

Ke zvláštním pramenům bývají řazeny také prameny upravující práva a povinnosti účastníků na kapitálovém trhu. Hlavním pramenem z této oblasti je ZPKT, který mj. upravuje postavení, práva a povinnosti investiční banky působící v České republice,⁴⁰ včetně investičních služeb, které taková investiční banka jako jejich poskytovatel při operacích s cennými papíry nabízí.

Vzájemnou interakci obecných a zvláštních právních předpisů v oblasti cenných papírů pěkně shrnul Nejvyšší soud České republiky, který v jednom svém rozhodnutí mj. uzavřel, že *„pro jednotlivé druhy cenných papírů se použije především úprava zvláštního zákona upravujícího příslušný druh cenného papíru a nelze-li některé otázky řešit podle příslušného zákona, použije se úprava ZCP. Použití obecné úpravy závazků v ObčZ a ObchZ připadá v úvahu teprve tehdy, neřeší-li určitou otázku ani ZCP. V tom směru je tedy ZCP ve vztahu k ObčZ a ObchZ předpisem speciálním.“*⁴¹

1.4.3 Právo EU

Obsahová náplň výše uvedených pramenů je po vstupu České republiky do EU z důvodu postupující harmonizace determinována právě evropskými nařízeními

³⁷ Např. směnky a šeky podle ZSŠ, zemědělské skladní listy podle ZZSL či investiční kupóny podle ZVelPriv.

³⁸ Např. ObchZ upravuje akcie, zájmové listy, opční listy, náložné listy, skladištní listy, cestovní šeky a poukázky na akcie a ZCP zase kupóny.

³⁹ Např. operace s dluhopisy podle ZDluh.

⁴⁰ Mohlo by se zdát, že na regulaci investiční banky dopadá spíše ZBank, ale není tomu nutně tak. Terminologická nejasnost ohledně „investiční banky, která nutně nemusí být bankou“, je objasněna ve třetí kapitole této části. Srov. také např. BAKEŠ, M., KARFÍKOVÁ, M., KOTÁB, P., MARKOVÁ, H. a kol. *Finanční právo*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 476.

⁴¹ Srov. rozhodnutí Nejvyššího soudu České republiky sp. zn. 20 Cdo 2881/2009 ze dne 26. dubna 2011.

a směrnicemi.⁴² Mezi hlavní oblasti harmonizované evropskou legislativou patří zejména ochrana investorů, usnadnění přeshraničního poskytování investičních služeb, zvýšení konkurence, snížení nákladů, zajištění větší transparentnosti cen finančních nástrojů a provizí za poskytované služby a vytvoření jednotného evropského kapitálového trhu.⁴³ Ani v současné době evropští zákonodárci nelení, což se projevuje přípravou hned několika nových legislativních aktů, např. směrnice o cenných papírech (*Securities Law Directive*)⁴⁴ nebo nařízení o zefektivnění vypořádání s cennými papíry v EU a o centrálních depozitářích (*Regulation on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories*).⁴⁵

Protože je ale právo EU z velké části do zmíněných českých předpisů transponováno, tato práce se mu blíže nevěnuje.

1.5 Druhy cenných papírů

Základní analýza současné právní úpravy cenných papírů v České republice může napovědět při hledání odpovědi na otázku, které druhy cenných papírů jsou v této jurisdikci upraveny.

Demonstrativní výčet základních druhů cenných papírů podává ZCP.⁴⁶ Z otevřenosti tohoto výčtu logicky vyplývá, že některé cenné papíry nejsou v tomto výčtu zmíněny.⁴⁷ Demonstrativnost tohoto výčtu je podle ČNB odrazem toho, že

⁴² Typicky směrnice MiFID, která mj. upravuje poskytování investičních služeb, způsob obchodování, principy řízení investičních prostředníků, transparentnost obchodování a organizací sekundárních trhů.

⁴³ MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s. 167. S vytvořením jednotného evropského vnitřního (kapitálového) trhu souvisí také možnost investičních bank podnikat na území tohoto trhu na základě jednotné licence uznávané všemi státy EU (tzv. „jednotný evropský pas“). V podrobnostech srov. např. ŠTASTNÝ, E. Jednotná licence obchodníků s cennými papíry. *Právník*. 2007, č. 8, s. 893 an.

⁴⁴ Tato směrnice má mj. harmonizovat právní rámec nakládání s cennými papíry a rozhodné právo při přeshraničních transakcích (zejména v souvislosti s nepřímým držením cenných papírů přes tzv. *nominee* účty, viz dále). Srov. Harmonisation of Securities Law. *European Commission: The EU Single Market* [online]. [cit. 2012-03-23]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/securities-law/index_en.htm>.

⁴⁵ Toto nařízení předpokládá zejména povinnou dematerializaci většiny druhů cenných papírů a harmonizovanou dobu vypořádání transakcí s těmito cennými papíry. Srov. Central Securities Depositories (CSDs). *European Commission: The EU Single Market* [online]. [cit. 2012-03-23]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/central_securities_depositories_en.htm>.

⁴⁶ Srov. § 1 odst. 1 ZCP, který ve svém příkladném výčtu odkazuje, až na jednu výjimku (kupóny), na jiné (ať již obecné či zvláštní) právní prameny.

⁴⁷ Např. vkladní listy podle § 786 ObčZ či poukázka na cenné papíry podle § 540 an. ObčZ. Srov. KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, ss. 52-55.

finanční trh přichází stále s novými produkty, které se však více či méně odvozují od těch tradičních, aniž by bylo nutné je podrobně normativně popisovat.⁴⁸ Z hlediska praxe investičních bank jde o pozitivum, neboť je možné provádět operace i s takovými cennými papíry, které nejsou zákonem upraveny.⁴⁹

Rozdělení cenných papírů podle druhů se dostává k problematice třídění cenných papírů, které se věnuje následující kapitola.

1.6 Třídění cenných papírů

Cenné papíry lze třídit podle různých hledisek.⁵⁰ Vyjma třídění cenných papírů na určité druhy, o kterých již padla zmínka, je věnována pozornost dalším třídícím kategoriím.⁵¹

1.6.1 Podle podoby

Zavedení pojmu podoba cenného papíru je spojeno s vytvořením kategorie tzv. dematerializovaných cenných papírů, o kterých již byla řeč.

Podoba cenného papíru může být definována jako „*technické provedení, v němž je zachycen skripturní akt, se kterým jsou spojena zákonem určená práva.*“⁵² Z hlediska původce skripturního aktu spočívá ovšem rozdíl v tom, že zatímco u listinného cenného papíru je tímto původcem jeho výstavce (emitent), který ho provádí v písemné podobě na hmotném substrátu,⁵³ u cenného papíru dematerializovaného⁵⁴ je tento skripturní akt

⁴⁸ Srov. Úřední sdělení ČNB (*k vydávání cenných papírů neupravených českým právním řádem*) ze dne 10. září 2007.

⁴⁹ Např. investiční certifikáty. Srov. BAKEŠ, M., KARFÍKOVÁ, M., KOTÁB, P., MARKOVÁ, H. a kol. *Finanční právo*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 424.

⁵⁰ Tato hlediska mají různý základ, který spočívá např. v historii vzniku cenného papíru, jeho hospodářském účelu, jeho právních vlastnostech či v technice zachycení skripturního aktu. Srov. ŠVESTKA, J., DVORÁK, J. a kol. *Občanské právo hmotné 2*. 5. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2009, s. 322.

⁵¹ Nejedná se ovšem o jejich zcela vyčerpávající přehled, neboť existují i další kategorie, které ale z hlediska zaměření této práce nejsou relevantní. Pro podrobnější členění srov. např. KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, ss. 55-61 nebo ŠVESTKA, J., DVORÁK, J. a kol. *Občanské právo hmotné 2*. 5. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2009, ss. 325-326.

⁵² ŠVESTKA, J., DVORÁK, J. a kol. *Občanské právo hmotné 2*. 5. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2009, s. 327.

⁵³ Bylo již naznačeno, že tímto materiálem je obvykle papír, ale může jít i o zápis na plast, textil, dřevo či jiný hmotný nosič schopný zachytit projev vůle. In BAKEŠ, M., KARFÍKOVÁ, M., KOTÁB, P., MARKOVÁ, H. a kol. *Finanční právo*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 426.

proveden tím, kdo vede zákonem stanovenou evidenci, neboť skripturní akt v tomto případě vzniká až zápisem (zachycením) do této evidence, což neprovádí emitent, ale osoba pověřená vedením této evidence.⁵⁵

Z hlediska podoby se tedy rozlišují cenné papíry listinné a zaknihované. Dá se říci, že listinná podoba cenných papírů je jejich podobou „základní“, tzn. že všechny druhy cenných papírů mohou existovat v listinné podobě.⁵⁶ Protože má hraje v dnešním světě zaknihovaná (dematerializovaná) podoba cenných papírů v oblasti investičního bankovníctví hlavní roli, není třeba se zabývat určitými specifiky, které vyplývají z podoby listinné, např. formálními požadavky při převodech těchto cenných papírů, jež jsou spojeny s jejich formou (viz níže).

1.6.2 Podle formy

Z hlediska formy rozlišujeme cenné papíry na doručitele, na řad a na jméno.⁵⁷ Odlišná forma s sebou nese nejen odlišení oprávněných osob (zpravidla majitelů), kterým náleží práva z toho kterého cenného papíru, ale i možné způsoby převodu těchto práv.⁵⁸

U cenných papírů na doručitele je typické, že oprávněný z takového cenného papíru není přímo uveden v textu listiny, a proto jím je kterýkoli (oprávněný) držitel takové listiny, přičemž k převodu takového cenného papíru dochází prostým předáním (tradicí)⁵⁹ nabyvateli a k výkonu práv jeho předložením dlužníku (povinnému,

⁵⁴ O dematerializovaných se často hovoří jako o „zaknihovaných“, což je pojem, který bude synonymicky užíván i nadále.

⁵⁵ Srov. ŠVESTKA, J., DVOŘÁK, J. a kol. *Občanské právo hmotné 2*. 5. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2009, s. 327.

⁵⁶ I toto pravidlo má své výjimky, kdy např. podle § 20 ZBank může banka vydávat akcie, s nimiž je spojeno hlasovací právo, pouze jako akcie zaknihované, viz dále.

⁵⁷ Srov. § 3 odst. 1 ZCP. Někteří autoři rozumí pod formou cenného papíru jeho dělení na cenný papír dluhový, např. dluhopis, resp. kapitálový, např. akcie. Srov. JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, ss. 99-100. Domnívám se, že jde pouze o terminologickou nepřenosť autora, neboť takové třídění nemá oporu v pozitivním českém právu.

⁵⁸ Srov. KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 55 nebo ŠVESTKA, J., DVOŘÁK, J. a kol. *Občanské právo hmotné 2*. 5. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2009, s. 323.

⁵⁹ Z lat. *tradere* = odevzdat. Srov. např. KINCL, J., URFUS, V., SKŘEJPEK, M. *Římské právo*. 2. vyd. Praha : C. H. Beck, 1995, s. 89.

emitentovi).⁶⁰ Některé právní předpisy⁶¹ označují cenný papír na doručitele jako cenný papír na majitele.⁶² Takový cenný papír je třeba řadit mezi cenné papíry na doručitele, neboť zákonná úprava určuje, že se na ně vztahují ustanovení o cenných papírech na doručitele.⁶³ Z povahy věci vyplývá, že u této formy cenných papírů nelze omezit jejich převoditelnost.⁶⁴

U cenných papírů na řad je věřitel jako oprávněná osoba z takového cenného papíru již v textu listiny přímo označena. Věřitel může být buď původním,⁶⁵ nebo následným.⁶⁶ Tyto cenné papíry se mohou dále ještě dělit na zákonné⁶⁷ a ostatní.

Poslední formou jsou cenné papíry na jméno, ve kterých je oprávněná osoba uvedena stejně jako u cenných papírů na řad.

Třídění podle formy cenného papíru je spojeno z hlediska podmínek jejich převodu zejména s cennými papíry listinnými (viz výše). Nicméně, stejně jako u jiných třídění, se i toto obecně vztahuje na cenné papíry zaknihované. Protože se ale u zaknihovaných cenných papírů objevují určitá specifika spočívající v elektronické evidenci těchto cenných papírů, je u této podoby technické provedení jejich převodu vždy stejné, tj. prostřednictvím zápisu v příslušné evidenci investičních nástrojů bez ohledu na svou formu.⁶⁸

⁶⁰ Předložení akcie na majitele je proto také postačující k tomu, aby mohla být předložitelem (ať už je i skutečným vlastníkem této akcie či nikoli) vykonávána akcionářská práva (např. hlasování na valné hromadě). Akciová společnost totiž skutečného vlastníka nezkontroluje. Srov. rozhodnutí Nejvyššího soudu České republiky sp. zn. 29 Cdo 2706/2009 ze dne 16. června 2010.

⁶¹ Srov. § 156 odst. 1 ObchZ u akcií.

⁶² V nedávné době proběhla poměrně vášnivá diskuze o tom, že by z antikorupčních důvodů měly být zrušeny listinné akcie na majitele. Přijetím příslušného zákona mělo být zejm. zabráněno zneužívání těchto anonymních cenných papírů ve vztahu k veřejným funkcionářům rozhodujícím o veřejných zakázkách. Nicméně, tento návrh zákona, po řadě kritik (srov. např. DĚDIČ, J. K návrhu zákona o zrušení listinných akcií na majitele. *Právní rozhledy*. 2009, č. 23, s. II an.), byl zamítnut v 1. čtení. Srov. stav projednávání sněmovního tisku č. 22 dostupný ze stránek Poslanecké sněmovny Parlamentu České republiky <<http://www.psp.cz/sqw/historie.sqw?o=6&T=22>>.

⁶³ § 3 odst. 2 ZCP.

⁶⁴ Srov. ŠVESTKA, J., DVORÁK, J. a kol. *Občanské právo hmotné 2*. 5. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2009, s. 324.

⁶⁵ Tzn. takovým, na jehož jméno byla listina vydána.

⁶⁶ Po převodu takového cenného papíru na nového věřitele.

⁶⁷ Zákonné jsou vystaveny na jméno bez výslovného uvedení doložky „na řad“, a přesto jsou převoditelné rubropisem. Srov. § 3 odst. 3 ZCP ve spojení s § 156 odst. 6 věta první ObchZ. Z toho vyplývá, že pokud je v některém právním předpisu uvedeno, že je cenný papír vydán v určité formě, nemusí to nutně znamenat, že se na něj vztahuje také úprava této formy.

⁶⁸ Srov. ŠVESTKA, J., DVORÁK, J. a kol. *Občanské právo hmotné 2*. 5. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2009, s. 325.

Asi nepřekvapí, že dematerializovaná podoba cenných papírů je v investičním bankovníctví oblíbená právě z důvodu velké praktičnosti a jednoduchosti z hlediska nakládání s těmito elektronickými cennými papíry.

1.6.3 Další třídící kritéria

V literatuře se uvádějí mnohá další kritéria, z nichž pro účely této práce můžeme uvést např.: (i) veřejné a soukromé; (ii) krátkodobé, střednědobé a dlouhodobé; či (iii) investiční a neinvestiční.⁶⁹

Podle právní povahy emitenta se mohou cenné papíry odlišovat na cenné papíry veřejné (emitované veřejnou korporací, kterou je stát nebo nějaký územní samosprávný celek,⁷⁰ typicky státní či komunální dluhopisy (obligace),⁷¹ vydávané za účelem financování deficitů státních či komunálních rozpočtů či investic),⁷² bankovní (vydávané bankami s cílem získání dlouhodobých finančních prostředků) a korporační (emituje podnikový sektor se stejným cílem jako banky).⁷³

Emitenti (investoři) při úvahách, zda poptávat (nabízet) volný kapitál, zkoumají kromě jiného i časové hledisko. Při operacích s cennými papíry s dobou jejich splatnosti do jednoho roku se hovoří o cenných papírech krátkodobých, s dobou splatnosti od jednoho do deseti let jde o cenné papíry střednědobé a nad deset let jde o papíry dlouhodobé.⁷⁴

Z hlediska operací prováděných investiční bankou bude mít ovšem hlavní význam třídění cenných papírů podle toho, zda jsou investiční či neinvestiční. V tomto

⁶⁹ Srov. KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, ss. 59-61.

⁷⁰ Srov. např. HENDRYCH, D. a kol. *Správní právo. Obecná část*. 7. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, ss. 107-109.

⁷¹ Dluhopis a obligace se většinou používají synonymicky, ale nejde o stejné pojmy. Obligace je jen podmožinou dluhopisů, jde o dluhopisy dlouhodobého charakteru. Srov. KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha : C. H. Beck, 2010, s. 193.

⁷² Zdroj financování veřejných rozpočtů, zejména jejich schodků (vč. dalších problémů souvisejících s neutěšeným stavem veřejných financí), nutí příslušné veřejnoprávní subjekty v posledních několika letech zintenzivňovat a zvyšovat objemy emise vlastních dluhopisů, což vytváří otázku morálního hazardu při zamyšlení, kdo bude v budoucnu tyto dluhy splácet.

⁷³ Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s. 40.

⁷⁴ Toto rozlišování má význam také z hlediska vymezení různých částí finančního trhu, na kterém se provádějí obchody s takovými cennými papíry – u krátkodobých cenných papírů jde o trh peněžní, u střednědobých a dlouhodobých o trh kapitálový. Investiční banky se realizují zejména na trhu kapitálovém, jehož specifika jsou nastíněna ve třetí kapitole této části.

směru podává vodítko ZPKT,⁷⁵ který mezi investiční cenné papíry řadí zejména akcie, dluhopisy, jejich deriváty a ostatní cenné papíry, se kterými se běžně obchoduje na kapitálovém trhu, resp. které jsou vhodné k investování.⁷⁶ Ostatní cenné papíry, se kterými se neobchoduje, jsou neinvestiční (typicky směnky).⁷⁷

Pokud se tedy v dalším textu hovoří o operacích s cennými papíry, mají se na mysli dematerializované středně- či dlouhodobé investiční cenné papíry (případně, podle povahy, jiné investiční nástroje)⁷⁸ emitované veřejnými i soukromými subjekty.

⁷⁵ Srov. § 3 odst. 2 ZPKT.

⁷⁶ Investováním se v této práci myslí investování do cenných papírů se zaměřením na získání výnosu z těchto papírů, tzn. ne s cílem získat vliv na hospodaření cílové společnosti (tento druh investic obsahuje určitá specifika v souvislosti s tzv. nabídkami převzetí, kterým není věnována pozornost).

⁷⁷ Přestože směnky nejsou považovány za investiční cenné papíry, které by mohly být využity na kapitálovém (dlouhodobém) trhu, objevuje se názor, že v určitých případech mohou být nástrojem trhu peněžního (krátkodobého), což může ospravedlnit jejich zařazení do obecné kategorie investičních nástrojů (viz dále). V podrobnostech srov. např. KOKEŠ, J. Lze směnku považovat za investiční nástroj? *Právní rozhledy*. 2005, č. 2, s. 60 an.

⁷⁸ Skupina investičních nástrojů zahrnuje kromě investičních cenných papírů také cenné papíry kolektivního investování, nástroje peněžního trhu a nejrůznější druhy derivátů. Srov. § 3 odst. 1 ZPKT.

2 Operace s cennými papíry z hlediska investičních služeb

Operace, které jsou s investičními cennými papíry a dalšími investičními nástroji prováděny, mají zpravidla povahu investičních služeb, u nichž je možnost jejich poskytování vázána na splnění tří podmínek: (i) činnost, která formálně splňuje znaky některé z investičních služeb vymezených níže, je investiční službou pouze v případě, že je vykonávána podnikatelsky,⁷⁹ (ii) investiční služby se musí vztahovat (být navázány) ke konkrétním investičním nástrojům, resp. investičním cenným papírům,⁸⁰ a (iii) investiční službu poskytuje subjekt k tomu oprávněný, tj. investiční banka.⁸¹

Investiční služby byly definovány ve směrnici MiFID,⁸² která je dělí do dvou oblastí na hlavní a doplňkové.⁸³ Co si ale pod jednotlivými službami představit? Odborná literatura je v této oblasti poněkud skoupá a obecné vymezení těchto služeb v ZPKT nemusí být úplně jasné.

V tomto ohledu je možné nalézt částečnou interpretaci těchto služeb u českého regulátora, který se ke všem druhům investičních služeb poměrně podrobně vyjadřuje⁸⁴ a ze kterého primárně vychází také analýza těchto investičních služeb uvedená níže.

⁷⁹ Tzn. musí splňovat obecnou definici podnikání podle § 2 odst 1 ObchZ. K této otázce se vyjádřil také Vrchní soud v Praze, který ve svém rozhodnutí sp. zn. 6 A 144/94 ze dne 28. května 1996 dovodil tři podstatné náležitosti, které musí být splněny, aby šlo v případě poskytování investičních služeb o podnikání: (i) opětovné uzavírání obchodů, (ii) trvalý zdroj výdělku a (iii) úmysl.

⁸⁰ S určitými výjimkami, které vyplývají z povahy některých investičních služeb. Např. u investiční služby *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*, kdy může investiční banka v rámci svého oddělení *Corporate Finance* poskytovat zákazníkovi obecné poradenství při otázkách volby financování či spolupráce při hledání vhodného investora, aniž by docházelo k jakýmkoli operacím s nějakým investičním nástrojem.

⁸¹ Opět s určitými výjimkami uvedenými v § 4a a § 4b ZPKT.

⁸² Tato směrnice byla do ZPKT s účinností k 1. červenci 2008 transponována zákonem č. 230/2008 Sb., který ZPKT (ale i jiné, související zákony) rozsáhle novelizoval.

⁸³ Srov. § 4 odst. 2, resp. odst. 3, ZPKT.

⁸⁴ Srov. Úřední sdělení ČNB (*k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry*) ze dne 18. září 2009 dostupné ze stránek ČNB http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2009/download/v_2009_12_21609560.pdf.

2.1 Hlavní investiční služby

1. Přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů⁸⁵

Pod tuto investiční službu spadá zprostředkovatelská činnost investiční banky směřující k uzavření rámcové smlouvy, která určuje podobu budoucích pokynů,⁸⁶ týkajících se investičních nástrojů, a dále k nalezení protistrany pro zákazníka za účelem spárování jeho pokynu s pokynem jiného zákazníka za účelem jejich vzájemného vypořádání,⁸⁷ čímž se prolíná s investiční službou *provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka* vymezenou níže.⁸⁸

2. Provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka⁸⁹

Investiční banka při poskytování této investiční služby vystupuje jako zástupce zákazníka,⁹⁰ přičemž obsah její činnosti spočívá v realizaci pokynu k transakci s investičními cennými papíry. Obvykle je obsahem této investiční služby buď nalezení vhodné protistrany a zajištění „spárování“ pokynu zákazníka s pokynem protistrany (viz výše), nebo předání pokynu do automatizovaného obchodního systému organizátora regulovaného trhu (tj. burzy cenných papírů) nebo do jiných tržních platforem, kde ke spárování dojde anonymně.⁹¹

Z hlediska výše uvedených dvou hlavních investičních služeb jde v tomto případě o zprostředkovatelské operace typu *brokerage*, které investiční banka provádí svým jménem, ale na pokyn a na účet svých zákazníků, tzn. v pozici *brokera*.

Za tuto zprostředkovatelskou činnost získává investiční banka provizi (které se také říká *brokerage*). Brokeři tedy neobchodují s cennými papíry na svůj vlastní účet,

⁸⁵ § 4 odst. 2 písm. a) ZPKT.

⁸⁶ Těmito pokyny jsou proto zejména příkazy k nákupu či prodeji investičních nástrojů, přičemž mezi jejich základní druhy patří např. tržní příkaz (*market order*), tj. příkaz ke koupi či prodeji cenného papíru za aktuální tržní cenu nebo limitní příkaz (*limit order*), tj. příkaz ke koupi či prodeji obsahující nějakou limitní (tzn. maximální kupní nebo minimální prodejní) cenu. Pro další druhy pokynů srov. např. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011, ss. 204-205.

⁸⁷ Vypořádáním se rozumí nejen vypořádání cenných papírů, ale také vypořádání peněžního. Srov. JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, s. 162. Blíže se problematice vypořádání věnuje třetí kapitola této části.

⁸⁸ Srov. Úřední sdělení ČNB (*k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry*) ze dne 18. září 2009, s. 4.

⁸⁹ § 4 odst. 2 písm. b) ZPKT.

⁹⁰ Kterým může být klidně i jiná investiční banka.

⁹¹ Srov. Úřední sdělení ČNB (*k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry*) ze dne 18. září 2009, ss. 4-5.

protože na trhu vystupují jako pouhý prostředník či agent mezi kupujícími a prodávajícími. Podrobněji se těmto operacím věnuje druhá kapitola druhé části.

3. Obchodování s investičními nástroji na vlastní účet⁹²

Tuto službu poskytuje investiční banka v případě, že v rámci správy vlastního majetku obchoduje na vlastní účet a tato činnost naplní znaky podnikání.

Pojem „vlastní účet“ v názvu této služby nelze zaměňovat s pojmy „bankovní účet“, „účet cenných papírů“ nebo „účet“ ve smyslu ZBank, neboť „na vlastní účet“ vyjadřuje, že osoba, která obchoduje s cennými papíry, používá vlastní finanční prostředky, tj. také nese ekonomické efekty (rizika) spojené s obchodem. Při obchodech „na cizí účet“ v rámci *brokerage* služby dopadá ekonomický efekt naopak na osobu odlišnou od investiční banky.⁹³

V této pozici investiční banka podniká jako tzv. *dealer*.⁹⁴ Dealeři spojují nabídku cenných papírů a poptávku po nich tím, že jsou připraveni koupit a prodat cenné papíry, jejichž zásobu drží, přičemž zisku dosahují na základě rozpětí (*spread*) mezi kotovanou nákupní (*bid*) a prodejní (*ask*) cenou.

Může se jevit, že tato investiční služba je pouze interní záležitostí investiční banky, ale není tomu tak, neboť obchod na vlastní účet investiční banky musí mít také svou protistranu, kterou může být právě zákazník.⁹⁵

Poskytováním této investiční služby je typicky např. činnost tzv. tvůrce trhu, který vytváří likviditu určitého titulu na základě smlouvy s emitentem nebo organizátorem trhu v pozici *dealera* (viz výše).

Obecně ale u této investiční služby nejde o zprostředkovatelskou činnost, protože investiční banka nejedná na účet zákazníka.⁹⁶

⁹² § 4 odst. 2 písm. c) ZPKT.

⁹³ Srov. Stanovisko KCP (*k pojmu investiční služby obchodování s investičními instrumenty na vlastní účet*) ze dne 8. července 2004 dostupné na stránkách ČNB <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/legislativni_zakladna/archiv_stanovisek_KCP/download/get_dms_file241.pdf>.

⁹⁴ Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s. 201.

⁹⁵ V této situaci jde o tzv. „právo samovstupu“ investiční banky jako určité kombinace brokerské a dealerské operace (srov. podrobněji v další části u *brokerage* operací).

⁹⁶ Srov. Úřední sdělení ČNB (*k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry*) ze dne 18. září 2009, ss. 5-6.

4. Obhospodařování majetku zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání⁹⁷

V rámci této je bance dána značná diskreční pravomoc při jejím samostatném rozhodování ohledně konkrétních parametrů jednotlivých obchodů, aniž by docházelo k přijetí jakýchkoli pokynů zákazníka. Jedná tedy na základě vlastního uvážení, přičemž je omezená pouze investiční strategií sjednanou v rámci smlouvy o obhospodařování.

Tato investiční služba je poskytována zejména velkým institucionálním zákazníkům, jejichž majetek je investiční bankou obhospodařován.⁹⁸

Tato služba je určena zejména těm investorům, kteří sice chtějí investovat a mají na to nadprůměrné množství kapitálu, ale nemají na tuto aktivitu čas nebo dostatečné znalosti.

5. Investiční poradenství týkající se investičních nástrojů⁹⁹

Vzhledem k tomu, že investiční banky disponují specializovanými týmy profesionálů, mohou svým zákazníkům poskytovat různé poradenské služby. V současné době upravuje ZPKT tři druhy poradenských služeb: (i) investiční poradenství, (ii) poradenství v oblasti podnikových financí a (iii) poskytování investičních doporučení a analýz.¹⁰⁰

Investičním poradenstvím týkajícím se investičních nástrojů je poskytování individualizovaného poradenství, které směřuje přímo či nepřímo k nákupu, prodeji, úpisu, umístění, vyplacení, držbě nebo jinému nakládání s konkrétním investičním nástrojem nebo nástroji nebo k uplatnění práva na takové nakládání.¹⁰¹

Investiční poradce sleduje dění na investičních trzích, shromažďuje informace, vyhodnocuje je a na jejich základě vytváří optimální osobní (tj. individuálně určené) investiční doporučení pro svého zákazníka.¹⁰² Velmi důležitým výstupem investičního poradenství jsou investiční doporučení ve formě koupit (*buy*), prodat (*sell*) nebo držet

⁹⁷ § 4 odst. 2 písm. d) ZPKT.

⁹⁸ Jedná se tedy o správu individuálního majetku konkrétního zákazníka, ne majetku kolektivního (u mnoha zákazníků), který bývá shromažďován a obhospodařován ve fondech kolektivního investování podle právních předpisů upravujících kolektivní investování.

⁹⁹ § 4 odst. 2 písm. e) ZPKT.

¹⁰⁰ Srov. VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. 2. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 754.

¹⁰¹ § 4 odst. 5 ZPKT

¹⁰² Za individuálně určené poradenství je typicky považována rada, která je zákazníkovi prezentována jako vhodná, tj. zohledňující jeho individuální potřeby, jeho znalosti, zkušenosti, finanční zázemí a investiční cíle. Srov. § 15h ZPKT.

(hold) pro stanovené investiční instrumenty.¹⁰³ Poskytování investičních doporučení a analýz investičních příležitostí nebo podobných obecných doporučení týkajících se obchodování s investičními nástroji patří mezi doplňkové investiční služby (viz níže), přičemž regulátor klade na poctivou prezentaci těchto doporučení a analýz značný důraz.¹⁰⁴

Zákazník se poté rozhodne, zda tuto radu „přetaví“ do odpovídajícího pokynu cenný papír koupit nebo prodat, čímž dojde k operaci *brokerage*.

6. Provozování mnohostranného obchodního systému¹⁰⁵

Na základě požadavků směrnice MiFID byl zaveden tzv. mnohostranný obchodní systém¹⁰⁶ (*multilateral trading facility*), jakožto trh, na který jsou zákonem kladeny mírnější požadavky oproti trhu regulovanému. Jedná o alternativní obchodní systém ve vztahu ke stávajícím regulovaným (burzovním) trhům.¹⁰⁷

Proto není této službě věnována další pozornost, neboť investiční banky se v České republice realizují především na trzích regulovaných, jimž je věnována pozornost v následující kapitole.

7. Upsání nebo umístování investičních nástrojů se závazkem jejich upsání¹⁰⁸

Poskytování této investiční služby spočívá v činnostech, jimiž investiční banka naplňuje svůj závazek vůči emitentovi investičního cenného papíru, že zajistí jeho upsání a umístění, a to včetně souvisejících činností směřujících k další distribuci takto nabytých cenných papírů (tzn. k jejich veřejnému či neveřejnému nabízení).¹⁰⁹

¹⁰³ Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, ss. 210-213.

¹⁰⁴ Srov. vyhlášku č. 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení., v platném znění.

¹⁰⁵ § 4 odst. 2 písm. f) ZPKT.

¹⁰⁶ § 69 a násl. ZPKT.

¹⁰⁷ Srov. Úřední sdělení ČNB (*k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry*) ze dne 18. září 2009, s. 6.

¹⁰⁸ § 4 odst. 2 písm. g) ZPKT.

¹⁰⁹ Srov. Úřední sdělení ČNB (*k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry*) ze dne 18. září 2009, s. 7.

8. Umíst'ování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání¹¹⁰

Oproti předchozí investiční službě zde není povinností investiční banky upsat na vlastní účet část emise investičních nástrojů, pro kterou nenalezne kupce. Naopak společné mají obě investiční služby to, že obě jsou poskytovány emitentovi a nikoli investorovi. V případě nalezení investora pak investiční banka bude tomuto zákazníkovi typicky poskytovat investiční služby typu *brokerage*, tj. *přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů a provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka*.¹¹¹

Podrobněji jsou specifika těchto dvou služeb rozebrány v rámci emisních operací v první kapitole druhé části této práce.

2.2 Doplnkové investiční služby

1. Úschova a správa investičních nástrojů včetně souvisejících služeb¹¹²

Investiční banka v rámci této investiční služby buď přebírá od zákazníka listinné investiční nástroje, nebo (mnohem častěji) vede evidenci cenných papírů navazující na centrální evidenci cenných papírů u CDCP,¹¹³ přičemž při poskytování této investiční služby v rámci úschovy či správy činí za zákazníka právní úkony, kterými vykonává práva spojená s investičními nástroji, které jsou majetkem zákazníka, a dále činí úkony nezbytné k zachování těchto práv. Rozsah těchto úkonů je v každém jednotlivém případě determinován vzájemnou domluvou ve smlouvě se zákazníkem.¹¹⁴

Podobněji se této službě věnuje třetí kapitola ve druhé části této práce, která analyzuje i ostatní depotní operace.

¹¹⁰ § 4 odst. 2 písm. h) ZPKT.

¹¹¹ Srov. Úřední sdělení ČNB (*k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry*) ze dne 18. září 2009, s. 7.

¹¹² § 4 odst. 3 písm. a) ZPKT.

¹¹³ § 4 odst. 6 ve spojení s § 92 ZPKT .

¹¹⁴ Srov. Úřední sdělení ČNB (*k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry*) ze dne 18. září 2009, ss. 7-8.

2. Poskytování úvěru nebo půjčky zákazníkovi za účelem umožnění obchodu s investičním nástrojem, na němž se poskytovatel úvěru nebo půjčky podílí¹¹⁵

Tato investiční služba zahrnuje případy, kdy investiční banka v pozici věřitele poskytne zákazníkovi úvěr (peněžní prostředky) nebo půjčku cenných papírů za účelem umožnění jejich nákupu či prodeje.¹¹⁶

Oproti běžnému poskytování úvěrů a půjček je tato investiční služba omezena pouze na případy, kdy se investiční banka jako poskytovatel úvěru nebo půjčky na obchodu s tímto investičním nástrojem také sama podílí. Tato participace bude typicky spočívat v poskytnutí dalších (hlavních) investičních služeb, např. *přijímání a předávání pokynů, provádění pokynů, obchodování na vlastní účet* nebo *obhospodařování majetku zákazníka*.¹¹⁷

V praxi na českém kapitálovém trhu je obvyklé, že investiční banka poskytuje zákazníkovi část peněžních prostředků k financování nákupu investičního nástroje a současně nabývá předmětný investiční nástroj jako zajištění. V tomto případě tak dochází ke kombinaci poskytování této doplňkové investiční služby a hlavní investiční služby *obchodování s investičními nástroji na vlastní účet*.¹¹⁸

Tato investiční služba zahrnuje dva případy – poskytnutí (i) úvěru, (ii) nebo půjčky. Obchodování na úvěr (*margin trading*) je případem, kdy zákazník očekává růst ceny cenných papírů, a proto si na jejich koupi půjčí od investiční banky s tím, že po růstu cenu a profitu z nákupu půjčku splatí, což může být pro zákazníka extrémně ziskové, ale také extrémně ztrátové.¹¹⁹ Je při něm využíván tzv. pákový mechanismus, který je typický zejména pro operace s deriváty. Na podobném principu funguje také poskytování půjčky, již se realizují tzv. krátké prodeje (*short-selling*), u kterých zákazník zase spekuluje na pokles ceny cenných papírů. Jde o různé typy obstaravatelských obchodů, jež jsou blíže rozebrány ve druhé kapitole druhé části v rámci operací *brokerage*.

¹¹⁵ § 4 odst. 3 písm. b) ZPKT.

¹¹⁶ Srov. Úřední sdělení ČNB (*k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry*) ze dne 18. září 2009, s. 8.

¹¹⁷ *Ibid.*

¹¹⁸ *Ibid.*

¹¹⁹ Srov. např. JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, ss. 123-127.

3. 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 podniků¹²⁰

Tato investiční služba je postavena, podobně jako investiční poradenství, na využití odborných znalostí poradců investiční banky, přičemž pokrývá několik oblastí.¹²¹

První z nich je poradenská činnost týkající se struktury kapitálu, tedy financování podniků či podnikatelských projektů. Zahrnuje otázky získávání finančních prostředků, strukturu zdrojů (zejména dlouhodobého) financování, zpracování doporučení či plánů financování. Při této poradenské činnosti se tedy se zákazníkem řeší mj. otázka, zda financovat pomocí úvěru či vydání dluhopisů (*debt financing*) či zda pomocí úpisu akcií (*equity financing*). V případě úpisu souvisí tato poradenská činnost s poskytováním hlavní investiční služby *upisování nebo umístování investičních nástrojů*.

Druhou oblastí je poradenství v oblasti průmyslové strategie a s tím souvisejících otázek. Jedná se o komplexní problematiku související s logistikou, řízením výroby a jakostí, účetnictvím, daňovou problematikou, marketingem, managementem atp.

Třetí oblastí je poskytování poradenství a služeb týkajících se přeměn společností nebo převodů podniků. Jedná se o problematiku fúzí a akvizic (*mergers and acquisitions, M&A*), rozdělení, převodu jmění, nabídek převzetí, prodeje či nájmu podniku nebo jeho části atp.,¹²² mezi jejíž hlavní motivy bývá kromě výhodné koupě a ovládnutí podhodnocené firmy řazen také synergický efekt.¹²³

Aktivity investičních prostředníků v oblasti M&A nejsou v žádném případě krátkodobými obchody,¹²⁴ neboť jde ze strany investiční banky o kontinuální a komplexní servis, který obsahuje vyhledání vhodných partnerů, jejich valuace,¹²⁵

¹²⁰ § 4 odst. 3 písm. c) ZPKT.

¹²¹ Srov. Úřední sdělení ČNB (*k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry*) ze dne 18. září 2009, ss. 8-9.

¹²² Tzn. zabezpečení převodu rozhodujícího balíku akcionářských práv na nové majitele. Srov. např. JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, s. 279 an.

¹²³ Tj. zvýšení hodnoty spojených společností na základě provozních nebo finančních synergických faktorů za účelem získání úspor ze sortimentu. Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011, ss. 239-240 nebo KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010, s. 645.

¹²⁴ Zprostředkování složité fúze nebo akvizice může trvat i několik let.

¹²⁵ Tj. oceňování aktiv, akciových podílů nebo celých podniků. Srov. ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P. *Základy financí*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011, s. 241.

vyhotovení akvizičních nabídek a vlastní zprostředkování, zpravidla včetně zajištění outsourcingu právního a finančního poradenství, které poskytují externí právní a auditorské společnosti.

Pokud investiční banky vstupují i finančně a majetkově do fúzí a akvizic, pak se tyto operace zahrnují do obchodního bankovníctví (*merchant banking*).¹²⁶

Přestože tyto služby patří mezi nejdůležitější investiční služby investičních bank, jde o velmi specifickou činnost, při které, jak už bylo zmíněno výše, nehrají hlavní roli operace s cennými papíry, a proto této problematice není i přes její nesmírnou zajímavost věnována další pozornost.

4. Poskytování investičních doporučení a analýz investičních příležitostí nebo podobných obecných doporučení týkajících se obchodování s investičními nástroji¹²⁷

Tato služba je obdobná hlavní službě *investiční poradenství týkající se investičních nástrojů*, nicméně nesplňuje požadavek individuální určenosti. Naopak, bývá sdělována široké investorské veřejnosti.

Investičním doporučením a analýzou investičních příležitostí se zpravidla rozumí informace od investiční banky, přičemž tato informace přímo, či nepřímo doporučuje konkrétní investiční rozhodnutí, strategii, či příležitost týkající se nějakého cenného papíru nebo jeho emitenta, kterou může adresát vzhledem k okolnostem považovat za objektivní a nezávislé doporučení.¹²⁸

Protože jde o regulovanou oblast, mohou vznikat praktické problémy v případech nepřímých doporučení, u kterých nemusí být patrné, zda o doporučení jde či nejde, tj. zda se má regulace uplatnit či nikoliv.

Kvůli potenciálnímu střetu zájmu analytiků (oddělení *Research*), kteří doporučení vydávají, musí investiční banka zavést procedury, aby zajistila jejich nestrannost a nezávislost při poskytování této služby, např. zákazem vlastních obchodů analytiků s cennými papíry, na která vydávají svá doporučení.¹²⁹

¹²⁶ Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s. 244.

¹²⁷ § 4 odst. 3 písm. d) ZPKT.

¹²⁸ Srov. § 4 odst. 7 a 9 ZPKT.

¹²⁹ Srov. Úřední sdělení ČNB (*k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry*) ze dne 18. září 2009, s. 9.

Stejně jako u investičního poradenství není neobvyklé, že se na základě této služby konkrétní investor rozhodne k nákupu (prodeji) (ne)doporučovaného cenného papíru, tj. na základě jeho pokynu poté dojde k následné operaci *brokerage*.

5. Provádění devizových operací souvisejících s poskytováním investičních služeb¹³⁰

V případě této služby se jedná o transakce na devizovém trhu související s poskytováním jiných investičních služeb, ke kterým musí mít investiční banka také povolení. Konkrétním obsahem této služby je např. zajištění konverze (směny) měn (*forex*), nákup zahraničních měn nebo převod finančních prostředků do zahraničí při realizaci pokynu zákazníka nakoupit či prodat zahraniční cenné papíry.

Typicky se bude jednat o případ, kdy zákazník obchodující např. na trhu v USA složí na účet investiční banky české koruny a investiční banka sama zajistí směnu na dolary za účelem umožnění obchodů na tomto zahraničním trhu.¹³¹

V souvislosti s globalizací finančních trhů je tato služba dnes již běžná i v českém prostředí při uspokojování poptávky investorů obchodovat na zahraničních trzích. Dochází tak propojení s dalšími investičními službami, zejm. *brokerage* a *custody*, kterým se věnuje druhá a třetí kapitola druhé části této práce.

6. Služby související s upisováním nebo umístováním investičních nástrojů¹³²

V souvislosti s hlavní investiční službou *upisování nebo umístování investičních nástrojů se závazkem jejich upsání* bylo zmíněno, že u této doplňkové investiční služby půjde zejména o činnosti podpůrné povahy související s upisováním a umístováním (vydáváním) investičních nástrojů.

Jde např. o administrativní, účetní, či právní služby spojené s úpisem, marketingovou činností, oslovování potenciálních zájemců o úpis, přípravu nebo

¹³⁰ § 4 odst. 3 písm. e) ZPKT.

¹³¹ Srov. Úřední sdělení ČNB (*k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry*) ze dne 18. září 2009, s. 10.

¹³² § 4 odst. 3 písm. f) ZPKT.

spolupráci na přípravě prospektu emise, komunikaci s regulovaným trhem, na kterém má být emise umístěna, s tiskárnou cenin, apod.¹³³

Podrobněji jsou specifika této služby rozebrány v první kapitole druhé části diskutující specifika emisních operací.

7. Služba obdobná investiční službě, která se týká majetkové hodnoty, k níž je vztažena hodnota investičního nástroje uvedeného v § 3 odst. 1 písm. g) až k) zákona a která souvisí s poskytováním investičních služeb¹³⁴

Ze ZPKT vyplývají tři podmínky, které určují rámec této doplňkové investiční služby: (i) služba souvisí s poskytováním investičních služeb, (ii) předmětem může být pouze majetková hodnota, která je podkladovým aktivem některého z derivátů,¹³⁵ a (iii) poskytovaná služba musí být obdobná investiční službě.

Typicky půjde o případ, kdy investiční banka provede pro zákazníka obchod s derivátem s fyzickým vypořádáním, kdy podkladovým aktivem je např. komodita a současně zajistí samotné fyzické vypořádání v době splatnosti derivátu, které by bez odpovídajícího povolení nemohla provést.¹³⁶

¹³³ Srov. Úřední sdělení ČNB (*k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry*) ze dne 18. září 2009, s. 10.

¹³⁴ § 4 odst. 3 písm. g) ZPKT.

¹³⁵ Uvedeného v ustanovení § 3 odst. 1 písm. g) až k) ZPKT, tzn. opce, futures, swapy, forwardy a další deriváty.

¹³⁶ Srov. Úřední sdělení ČNB (*k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry*) ze dne 18. září 2009, s. 10.

3 Investiční bankovníctví v České republice

Z výkladu k jednotlivým investičním službám už možná vznikla jakási představa o operacích, které investiční banka s cennými papíry nejčastěji provádí. Nicméně, stále není jasné, jak uchopit velmi často skloňovaný pojem „investiční banka“.

Následující text se ho proto snaží přiblížit, a to společně s dalšími nezbytnými institucionálními prvky investičního bankovníctví s akcentem na české realie.

3.1 *Role finančního trhu*

Většina subjektů v ekonomice se neustále potýká s problémem přebytku či nedostatku finančních prostředků. Pro jeho překonání byl vytvořen důmyslný systém finančního trhu, který umožňuje přemísťovat tyto prostředky od přebytkových jednotek (investorů) k jednotkám deficitním (emitentům). Kromě toho zajišťuje finanční trh také likviditu.¹³⁷

Ve vyspělých státech existují dva základní kanály alokace volných peněžních prostředků mezi přebytkovými a deficitními jednotkami: (i) zprostředkovatelský bankovní trh, a (ii) trh cenných papírů.¹³⁸

Na prvním z těchto trhů vystupuje banka jako bankovní zprostředkovatel, který shromažďuje disponibilní peněžní prostředky přebytkových jednotek. Transakce na zprostředkovatelském trhu obsahuje dvě separátní, ale propojené transakce – přijímání depozit od přebytkových jednotek a poskytování úvěrů jednotkám deficitním.¹³⁹ Tyto depozitní a úvěrové obchody (společně s vedením účtů a zprostředkováním platebního styku) tvoří jádro komerčního bankovníctví.

Na druhém z těchto trhů, tj. trhu cenných papírů, je situace odlišná, neboť volné peněžní prostředky jsou od přebytkových jednotek k jednotkám deficitním alokovány prostřednictvím různých druhů cenných papírů.¹⁴⁰ Deficitní jednotky emitují různé

¹³⁷ Tzn. zajišťuje, že jak deficitní, tak přebytkové jednotky mohou rychle a za nízkých nákladů měnit svá portfolia před okamžikem splatnosti jimi držených finančních instrumentů. In MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s. 25.

¹³⁸ Srov. *ibid*, s. 177.

¹³⁹ Srov. tyto základní definiční znaky banky vymezené v § 1 odst. 1 ZBank.

¹⁴⁰ Bylo již zmíněno, že z hlediska druhů cenných papírů, které bývají v rámci tohoto trhu vydávány či obchodovány, jde nejčastěji o akcie a dluhopisy, případně jejich deriváty. Srov. také ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P. *Základy financí*. 1. vyd. Praha : Grada, 2011, s. 242.

druhy cenných papírů a přebytkové jednotky investují své úspory do těchto instrumentů,¹⁴¹ přičemž efektivnost této alokace je podporována aktivitami investičních bank na těchto trzích ve formě emisních, brokerských, dealerských, poradenských, depotních a dalších investičních operací.¹⁴²

Tyto obchody jsou základem investičního bankovníctví, u kterého je typické, že toku peněžních prostředků odpovídá protisměrný tok instrumentů finančního trhu mezi investory (věřiteli) a emitenty (dlužníky) navzájem. Investiční banka se na trhu cenných papírů, stejně jako komerční banka na trhu bankovním, řadí mezi tzv. investiční zprostředkovatele, jejíž primární funkcí je, jak vyplývá z výše uvedeného, umožnit subjektům na finančním trhu vzájemný přesun finančních prostředků.¹⁴³

3.2 Komerční vs. investiční bankovníctví

Výše uvedená dichotomie komerčního, resp. investičního bankovního sektoru¹⁴⁴ bývá realizována ve dvou modelech: (i) modelu specializované (oddělené) bankovní soustavy a (ii) modelu univerzální bankovní soustavy.

V rámci specializované bankovní soustavy se jedná o institucionální oddělení poskytování komerčních a investičních činností. To znamená, že banka v takovém modelu může buď poskytovat pouze úvěrové a depozitní operace v rámci bankovníctví komerčního nebo provádět pouze investiční činnosti v rámci bankovníctví investičního. Důvodem oddělení komerčních a investičních činností je zejména oddělení informací získaných při poskytování úvěrů¹⁴⁵ od investičních činností za pomoci tzv. „čínských zdí“, aby nedošlo ke zneužití těchto citlivých vnitřních informací.

¹⁴¹ Široké spektrum těchto instrumentů umožňuje investorům diverzifikovat svůj majetek, a tím snižovat své riziko. Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s. 33.

¹⁴² Srov. jednotlivé kapitoly ve druhé části této práce.

¹⁴³ S ohledem na komplexnost současných finančních trhů se za účelem uspokojení potřeb jednotlivých subjektů finančního trhu vytvořila i řada jiných finančních zprostředkovatelů, např. depozitní instituce (kromě komerčních bank také stavební spořitelny či družstevní záložny), spořicí instituce (penzijní fondy a pojišťovny), fondové instituce (hedžové fondy, fondy private equity nebo suverénní fondy) a ostatní finanční instituce (hypoteční banky, leasingové nebo faktoringové společnosti). Srov. ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P. *Základy financí*. 1. vyd. Praha : Grada, 2011, ss. 137-138.

¹⁴⁴ Bankovníctví, resp. druhy bank, se mohou členit i podle jiných kritérií, které ale z hlediska operací s cennými papíry nejsou podstatné. Pro podrobnější členění srov. např. ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P. *Základy financí*. 1. vyd. Praha : Grada, 2011, ss. 202-204.

¹⁴⁵ Banka získá jinak nedostupné informace o podnicích, jimž poskytuje úvěry, např. strategické plány, investiční záměry, detailní finanční informace a přehledy apod.

Naproti tomu univerzální bankovní soustava umožňuje bankám pod jednou firmou provádět komerční i investiční bankovníctví. Nicméně, u tohoto modelu, kromě jeho nesporných výhod, např. ve formě úspor z rozsahu nebo diverzifikace finančního podnikání, ovšem vznikají i určité problémy, např. právě možnost konfliktu zájmů při porušení čínských zdí.¹⁴⁶ Přesto je tento systém v současnosti aplikován v zemích EU (včetně České republiky) a prosazuje se i v anglosaských zemích, protože v případě provádění jen komerčních nebo jen investičních činností bývají banky považovány za méně konkurenceschopné vůči bankám univerzálním.¹⁴⁷

Kromě obchodů s investičními nástroji na vlastní a cizí účet se do odvětví investičního bankovníctví řadí také investice do hmotného a nehmotného majetku, kapitálových účastí v jiných firmách, poradenství při emisích cenných papírů vč. řízení rizika a hotovosti.¹⁴⁸ Naopak v komerčním bankovníctví převládají úvěrové a depozitní obchody na vlastní účet a riziko, přičemž hlavní zdroj zisku tvoří úroková marže mezi aktivními úrokovými a pasivními úrokovými obchody.¹⁴⁹

Z výše uvedeného vyplývá, že investiční bankovníctví je podstatně méně závislé na výši a vývoji úrokových sazeb, než bankovníctví komerční. Nicméně, investiční bankovníctví je těmito sazbami také nepřímo ovlivněno, neboť např. pokud tyto sazby klesají, mají tyto firmy tendenci refinancovat svoji dluhovou kapitálovou strukturu pomocí tzv. vypověditelných dluhopisů, kdy emitují nové dluhopisy za výhodnějších podmínek, což představuje nové příležitosti pro investiční banky při emisních operacích.¹⁵⁰

Zatímco zisk komerčních bank se odvíjí od velikosti aktiv, resp. jejich výnosnosti, investiční banky provozují své podnikání s podstatně nižší kapitálovou vybaveností, neboť jejich zisk je determinován především objemem zprostředkovaných obchodů a výší provizí, které si za tyto obchody načítaly.¹⁵¹

¹⁴⁶ Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s. 164-169.

¹⁴⁷ Srov. ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P. *Základy financí*. 1. vyd. Praha : Grada, 2011, ss. 199-200.

¹⁴⁸ Srov. POLOUČEK, S. *Peníze, banky, finanční trhy*. 1. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, ss. 300-301.

¹⁴⁹ Tzn. rozdíl mezi úroky, které byly získány z poskytnutých úvěrů, resp. které byly vyplaceny na základě přijatých vkladů.

¹⁵⁰ Srov. POLOUČEK, S. *Peníze, banky, finanční trhy*. 1. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 301.

¹⁵¹ Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s. 161 nebo ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P. *Základy financí*. 1. vyd. Praha : Grada, 2011, ss. 241-242.

3.3 *Specifika regulace investičního bankovníctví v České republice*

Z hlediska modelů bankovního sektoru diskutovaných výše se v České republice na poli investičního bankovníctví zpravidla objevují tzv. banky univerzální.¹⁵² Tyto univerzální banky jsou českými akciovými společnostmi nebo pobočkami zahraničních bank se sídlem mimo území EU oprávněnými na území České republiky vykonávat bankovní činnost. Jedná se o podnikatelské subjekty regulované ČNB, která jim udělila tzv. bankovní licenci.¹⁵³

Na základě takto poskytnuté bankovní licence ovšem tyto univerzální banky poskytovat investiční služby na poli investičního bankovníctví nemohou, neboť k poskytování investičních služeb potřebují dodatečné speciální povolení ze strany ČNB – povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry. Pokud tedy chce univerzální banka poskytovat v rámci své divize investiční služby, musí získat duální licenci v podobě licence bankovní, aby mohla vůbec působit jako banka, ale také v podobě povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry, aby mohla vystupovat jako banka investiční. Duální licence je v současné době předmětem jediného správní řízení před ČNB, ovšem historicky do zániku Komise pro cenné papíry jako samostatného regulátora pro oblast investičního bankovníctví v České republice bylo nutné projít dvěma separátními správními řízeními.¹⁵⁴

Vzhledem k záběru služeb, které společně s komerčním bankovníctvím takové univerzální banky poskytují, je jejich regulace mnohem sofistikovanější a rigidnější (např. z hlediska kapitálové vybavenosti a přiměřenosti), a proto není regulace těchto univerzálních bank předmětem bližšího zkoumání.

Kromě výše uvedených univerzálních bank ovšem existují subjekty, které klasickou bankovní licenci podle ZBank nemají, a přesto se o nich dá hovořit jako o „investičních bankách“. Jde o subjekty, které neposkytují svoji činnost v rámci bank univerzálních; soustředí se totiž pouze na vyčleněnou oblast investičního bankovníctví, tzn. na oblast poskytování investičních služeb s investičními nástroji.¹⁵⁵

¹⁵² PLÍVA, S., ELEK, Š., LIŠKA, P., MAREK, K. *Bankovní obchody*. Praha : ASPI, 2009, s. 122.

¹⁵³ Srov. § 4 an. ZBank.

¹⁵⁴ Srov. např. BAKEŠ, M., KARFÍKOVÁ, M., KOTÁB, P., MARKOVÁ, H. a kol. *Finanční právo*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 478.

¹⁵⁵ Jedná se tedy o jeden ze dvou prvků z modelu specializované (oddělené) bankovní soustavy (viz výše).

Ač je pojem „investiční banka“ či „investiční bankovníctví“ používán v českých médiích poměrně běžně, v ZPKT, který působení investičních bank v České republice upravuje, ani nikde jinde v českém právním řádu, není tímto způsobem definován, a proto mohou vznikat terminologické otázky, co tyto pojmy vlastně v českém prostředí znamenají.¹⁵⁶

Uvedená terminologická nejistota vychází z toho, že český zákonodárce zvolil pro investiční banku pojem „obchodník s cennými papíry“, což dle mého názoru není úplně výstižné, neboť povaha činnosti investičních bank zdaleka, jak je nastíněno u investičních služeb v předcházející kapitole, není limitována pouze obchody s cennými papíry. Úmysl českého zákonodárce zřejmě vyplývá z toho, že obchodníci s cennými papíry po získání příslušného speciálního regulatorního souhlasu¹⁵⁷ sami o sobě slovo „banka“ ve své obchodní firmě používat nemohou.¹⁵⁸ Nejpravděpodobněji jde ale o historickou terminologickou kontinuitu, protože pojmu „poskytování investičních služeb“ totiž kdysi odpovídal zákonný ekvivalent „obchodování s cennými papíry“; nicméně, o vhodný ekvivalent moc nejde, neboť těchto „obchodů s cennými papíry“ bylo tehdy podstatně méně než rozsah možných investičních služeb v současnosti.¹⁵⁹

V této práci proto úmyslně používám místo platného pojmu „obchodník s cennými papíry“ tento nijak nedefinovaný pojem „investiční banka“, který dle mého názoru lépe odráží vlastnosti takto podnikajících subjektů.

Investiční bankovníctví tedy v České republice není vymezeno prostřednictvím obecně závazné definice,¹⁶⁰ ale prostřednictvím vymezení jednotlivých druhů investičních služeb, což determinuje také různé druhy investičních bank, které analyzuje následující text.

¹⁵⁶ Srov. např. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, ss. 159-161.

¹⁵⁷ Tj. „povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry“ podle § 5 an. ZPKT.

¹⁵⁸ Samozřejmě s výjimkou těch, kteří poskytují služby investičního bankovníctví pod hlavičkou univerzální banky jako její integrální součást (viz výše). Možnost užití slova „banka“ v obchodní firmě podnikatelského subjektu je totiž podmíněna (§ 3 odst. 1 ZBank) právě získáním bankovní licence podle § 4 an. ZBank.

¹⁵⁹ Srov. § 8 ZCP ve znění do 31. prosince 2000 nebo v podrobnostech také HART, J., PIHERA, V. Nová právní úprava kapitálového trhu. *Právní rozhledy*. 2004, č. 11, s. 409 an.

¹⁶⁰ Podobně, jak je tomu u cenných papírů, viz první kapitola této části.

3.4 *Druhy investičních bank v České republice*

Investiční banky v České republice se mohou dělit podle dvou kritérií. Jednak podle své právní formy, kdy investiční bankou může být pouze kapitálová obchodní společnost s tím, že existuje možnost zvolit si právní formu společnosti s ručením omezeným nebo formu společnosti akciové.¹⁶¹ Je zajímavé, že z těch investičních bank, které byly v České republice inkorporovány do některé z výše uvedených kapitálových obchodních společností, mají všechny právní formu společnosti akciové.¹⁶² Nicméně, ať už se jedná o kteroukoli právní formu, musí mít tato investiční banka sídlo na území České republiky.¹⁶³

Druhým kritériem dělení investičních bank v České republice je jejich dělení podle limitu počátečního kapitálu. Tento počáteční kapitál odráží speciální požadavek kapitálového zázemí na investiční banky podle ZPKT, kdy vyžaduje splacení počátečního kapitálu včetně kapitálu základního z prostředků prokazatelně pocházejících z legálních zdrojů, které lze jednoznačně identifikovat.¹⁶⁴ Jedná se tedy o jakousi nadstavbu, která je vyžadována vedle obecného požadavku kladeného ObchZ na minimální výši základního kapitálu akciové společnosti,¹⁶⁵ resp. společnosti s ručením omezeným.¹⁶⁶

Tyto limity počátečního kapitálu u investičních bank jsou determinovány několika faktory: (i) rozsahem investičních služeb, které taková investiční banka může poskytovat, (ii) možností či nemožností držet zákaznický majetek, a (iii) případnou povinností dodržovat kapitálovou přiměřenost.

¹⁶¹ Srov. § 6 odst. 1 ZPKT.

¹⁶² Což minimálně u těch členů, kteří jsou bankami univerzálními, pramení z § 1 odst. 1 ZBank, který pro banky, tzn. subjekty, které získaly bankovní licenci, obligatorně stanoví právní formu akciové společnosti.

¹⁶³ Nicméně, poskytování investičních služeb na území České republiky je možné i jinými způsoby, např. pomocí pobočky zahraniční investiční banky, pomocí jiné fyzické osoby nebo poskytováním investičních služeb investorům z České republiky v zahraničí, pokud je prováděno aktivním nabízením služeb cíleným na území České republiky. Srov. Stanovisko KCP (*k poskytování investičních služeb na území České republiky*) ze dne 29. října 2003 dostupné ze stránek ČNB <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/archiv_stanovisek_KCP/download/get_dms_file104.pdf>

¹⁶⁴ Za tímto účelem je investiční banka povinna doložit ČNB průhledný a nezávadný původ svého počátečního kapitálu včetně kapitálu základního, což vylučuje nejen užití jakéhokoli kapitálu získaného prostřednictvím nelegální činnosti, ale také např. prostřednictvím úvěru.

¹⁶⁵ Alespoň 2 000 000 Kč u společnosti založené bez veřejné nabídky akcií, resp. 20 000 000 Kč u společnosti založené s veřejnou nabídkou akcií, srov. § 162 odst. 3 ObchZ. Určitá specifika veřejného nabízení cenných papírů jsou diskutována v rámci emisních operací v první kapitole druhé části.

¹⁶⁶ Alespoň 200 000 Kč, srov. § 108 odst. 1 ObchZ.

V závislosti na rozsahu poskytovaných investičních služeb a povinnosti dodržovat kapitálovou přiměřenost se podle limitu počátečního kapitálu rozlišuje šest „nebankovních“ typů investičních bank,¹⁶⁷ přičemž čtyři z nich mají povinnost dodržovat též kapitálovou přiměřenost a dvě tuto povinnost nemají.¹⁶⁸

Z výše uvedeného plyne, že každý, kdo má v úmyslu provozovat investiční banku v České republice (aniž by měl v úmyslu založit banku ve smyslu ZBank), by si měl důkladně vyjasnit zamýšlený rozsah poskytovaných investičních služeb, neboť od tohoto rozsahu se pro takového podnikatele bude odvíjet nejen požadavek na dodržení minimální výše počátečního kapitálu¹⁶⁹ a s ním spojené kapitálové přiměřenosti, ale také příslušné požadavky na zajištění odpovídajících věcných, personálních a organizačních předpokladů.

Na činnost investiční banky a její hospodaření se vztahuje řada povinností upravených v ZPKT, které jsou podrobně rozvedeny v podzákoných právních předpisech, vydávaných zejména regulátorem.¹⁷⁰

3.5 Struktura trhu cenných papírů a další instituce investičního bankovníctví

Jak vyplynulo z analýzy finančního trhu, investiční banky jsou činné na trhu cenných papírů. Považuji za účelné si toto „institucionální hřiště“ investičních bank blíže vymezit.

Z hlediska druhů jednotlivých cenných papírů či operací s nimi je možné trh cenných papírů třídit na určité dílčí segmenty, např. (i) podle obchodovaných

¹⁶⁷ Tzn. těch, které nejsou bankou podle ZBank.

¹⁶⁸ Srov. § 8a an. ZPKT.

¹⁶⁹ Pokud je investiční bance uděleno povolení pouze za účelem přijímání a předávání pokynů zákazníkům, musí mít počáteční kapitál v minimální výši 50 000 EUR. Pokud má širší licenci a vystupuje jako tzv. *broker*, odpovídá požadavku na minimální výši počátečního kapitálu částka 125 000 EUR, zatímco investiční banka vystupující jako *dealer* má požadavek na počáteční kapitál zdaleka nejpřísnější – 730 000 EUR. Aby mohla být investiční banka připuštěna jako člen BCPP, musí mít počáteční kapitál ve stejné výši jako *dealer*. Srov. např. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s. 166. nebo VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. 2. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 122.

¹⁷⁰ Např. vedení deníku, pravidla organizace vnitřního provozu, požadavek odbornosti vedoucích zaměstnanců, pravidla jednání ve vztahu k zákazníkům, atd. Srov. např. BAKEŠ, M., KARFÍKOVÁ, M., KOTÁB, P., MARKOVÁ, H. a kol. *Finanční právo*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, ss. 466-467.

instrumentů na trhy akciové, dluhopisové a derivátové, (ii) na trhy primární¹⁷¹ a sekundární,¹⁷² (iii) z hlediska faktoru času na trh peněžní a kapitálový, nebo (iv) z hlediska teritoriálního na národní a zahraniční, na kterých umísťují finanční instrumenty zahraniční emitenti.¹⁷³

Z hlediska praxe investiční banky působící v České republice bude předmětem dalšího zájmu institucionální vymezení národního sekundárního kapitálového trhu.¹⁷⁴

3.5.1 Regulovaný sekundární trh

Pro účely této práce je zřejmě nejzásadnějším způsobem třídění sekundárního kapitálového trhu podle stupně jeho vázanosti určitými stanovenými pravidly a podle toho, zda a jakým způsobem je institucionalizován. Z tohoto hlediska lze totiž tento trh dělit na regulovaný (institucionalizovaný) a neregulovaný.¹⁷⁵

Co se týče toho prvního, ZPKT pracuje s termínem „regulovaný trh s investičními nástroji“, který je charakterizován jako trh s investičními nástroji organizovaný organizátorem regulovaného trhu v souladu s povolením ČNB, na kterém se obchoduje pravidelně a který má stanovena určitá (burzovní) pravidla (viz dále).¹⁷⁶

Z tohoto vymezení vyplývá, že regulovaný trh musí být někým organizován. Způsob organizace regulovaného trhu opět vyplývá ze ZPKT, který stanoví, že organizovat regulovaný trh v České republice může pouze organizátor regulovaného trhu¹⁷⁷ s tím, že tento organizátor je právnická osoba, která organizuje regulovaný trh na základě povolení ČNB.¹⁷⁸

¹⁷¹ Tomuto trhu se také říká „trh nových cenných papírů“, tzn. jde o trh, kde jsou cenné papíry emitovány (vydávány, tj. kde vznikají). Podrobněji rozebírá aktivity investičních na tomto trhu první kapitola druhé části, která se věnuje emisním operacím.

¹⁷² Aneb „trh starých cenných papírů“, na kterém se obchoduje s již emitovanými cennými papíry. U těchto operací srov. druhá kapitola druhé části zkoumající tzv. *brokerage* aktivity investičních bank.

¹⁷³ Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, ss. 43-44.

¹⁷⁴ Zaměření na trh kapitálový vyplývá ostatně také ze ZPKT (regulující postavení a činnost investičních bank působících v České republice) který má tento typ trhu ve svém názvu.

¹⁷⁵ Neregulované trhy jsou podle amerického vzoru nazývány OTC trhy, z angl. "over-the-counter", tzn. přes pult či přes přepážku. Na OTC trzích vytvářejí investiční banky neformální síť a obchody se uskutečňují po telefonu. Srov. JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, s.117.

¹⁷⁶ Srov. § 55 an. ZPKT.

¹⁷⁷ § 37 odst. 2 ZPKT.

¹⁷⁸ § 37 odst. 1 ZPKT.

Protože konkrétní instituce organizující regulované trhy v České republice nejsou v ZPKT ani v jiném zákoně specifikovány, znamená to, že jejich možný počet není z hlediska platného práva uzavřen.¹⁷⁹

V současné době v České republice fungují pouze dva organizátoři regulovaného trhu, a to BCPP, která provozuje burzovní trh, a RMS, která provozuje trh mimoburzovní.¹⁸⁰ Vzhledem k tomu, že primární úlohu na trzích burzovních hrají investiční banky, zatímco na trzích mimoburzovních je zpravidla umožněn přístup širší investorské veřejnosti,¹⁸¹ je na následujících řádcích věnována další pozornost pouze českému trhu burzovnímu, organizovanému BCPP.

3.5.2 Burzovní trh

Obecně je možné burzovní trh vymezit jako určité organizované shromáždění osob, které jako zvláštní druh trhu vzniká tam, kde se objevuje zastupitelné zboží,¹⁸² a které se v současné době uskutečňuje prostřednictvím počítačového obchodního systému.

Tyto elektronické burzy nahradily klasické burzovní parkety a výrazně zrychlily burzovní obchodování, a tím i zisky investičních bank. Kromě toho je jejich pozitivní přínos spatřován v tom, že zvýšily transparentnost, snížily transakční náklady, přispěly k efektivnějšímu rozšiřování burzovních informací a umožnily přeshraniční propojování burzovních trhů. Nejinak tomu je i u BCPP, která je plně elektronická.¹⁸³

Burzovní trh je organizován na členském principu, tj. přímo se jej může účastnit pouze omezený počet členů burzy připuštěných k obchodování na burze po splnění

¹⁷⁹ Nicméně, nutnost získání povolení ČNB představuje účinnou regulaci případných dalších subjektů, které by se rozhodly regulovaný trh v České republice organizovat. Srov. BAKEŠ, M., KARFÍKOVÁ, M., KOTÁB, P., MARKOVÁ, H. a kol. *Finanční právo*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 438.

¹⁸⁰ Po zrušení pozitivněprávního členění trhů na burzovní a mimoburzovní (zákonem č. 230/2008 Sb., o kterém již byla řeč výše) RMS ke své obchodní firmě přidala dovětek „česká burza cenných papírů“, což implikuje organizaci trhu burzovního. Nicméně, vzhledem k členské absenci na tomto trhu provozuje RMS podle teoretického členění trhů trh mimoburzovní, bez ohledu na svou obchodní firmu. K tomuto závěru se kloní také odborná literatura, srov. např. BAKEŠ, M., KARFÍKOVÁ, M., KOTÁB, P., MARKOVÁ, H. a kol. *Finanční právo*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, ss. 445-446 nebo JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, s.167.

¹⁸¹ Což je i případ RMS, kde mohou být zákazníci kromě investičních bank po splnění určitých kritérií také právnické či fyzické osoby.

¹⁸² Tzn. i zastupitelné cenné papíry, srov. § 2 ZCP.

¹⁸³ Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, ss. 46-48.

stanovených podmínek. Ostatní investorská veřejnost se proto účastní obchodování na burzovním trhu jen nepřímo, prostřednictvím členů burzy, tj. investičních bank.¹⁸⁴

3.5.3 Burza cenných papírů

V České republice existuje pouze jediná burza cenných papírů – BCPP.¹⁸⁵ BCPP vznikla v listopadu 1992, přičemž první obchody se na ní uskutečnily v dubnu 1993.

V době první a druhé vlny kuponové privatizace BCPP registrovala přes 1700 společností, čímž se z hlediska počtu emisí v evropském měřítku směle konkurovala největším a nejvyspělejším burzám. V tomto období byl výrazný také zájem o členství na BCPP, kdy počet členů burzy vzrostl z původních 17 na 106.¹⁸⁶ Avšak během roku 1997 došlo na akciovém burzovním trhu z důvodu nízké likvidity k vyřazení více než 1300 nelikvidních emisí, přičemž i v následujících letech pokračoval pokles počtu obchodovaných akciových emisí, což potvrzuje tabulka níže. Protože ovšem nešlo o přirozený stav, zůstalo na BCPP po několika letech pouze několik společností. Tato situace se odrazila i v počtu členů BCPP, kdy v posledních letech došlo k jejich výraznému poklesu. Vzájemnou korelaci mezi počtem emisí kotovaných na BCPP a počtem členů BCPP dokládají níže uvedené tabulky.

Tabulka 1: Počty akciových emisí na BCPP (vč. podílových listů)¹⁸⁷

Rok	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
# emisí	1 028	1 716	1 670	320	304	195	151	102	79
Rok	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
# emisí	65	55	39	32	32	28	25	27	26

Tabulka 2: Počet členů BCPP¹⁸⁸

Rok	1993	1995	1996	1998	2000	2006	2007	2009	3/2012
# členů	62	101	106	66	52	22	21	20	19

¹⁸⁴ Srov. např. JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, s.140.

¹⁸⁵ Srov. BAKEŠ, M., KARFÍKOVÁ, M., KOTÁB, P., MARKOVÁ, H. a kol. *Finanční právo*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 441 nebo JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, s.138.

¹⁸⁶ Tento nárůst byl patrný i z hlediska subjektů oprávněných vykonávat činnost obchodníka s cennými papíry v České republice (aniž by se tito stali členy BCPP), který v tomto období osciloval kolem čísla 650. Srov. např. JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, ss. 117-118 nebo JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, s.138.

¹⁸⁷ Zdroj: Statistická ročenka BCPP za rok 2011, s. 7 a statistická ročenka BCPP za rok 2000, s. 30, dostupné ze stránek BCPP <<http://ftp.pse.cz/Statist.dta/Year/fb2011.pdf>> a <<http://ftp.pse.cz/Statist.dta/Year/fb2000.pdf>>.

¹⁸⁸ Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s. 56 a informace uvedené na stránkách BCPP dostupné z <<http://www.pse.cz/Clenove-Burzy/>>.

Výše uvedená tzv. „neúplnost trhu“ patří mezi nejdůležitější systémové nedostatky českého burzovního sekundárního trhu cenných papírů. Kromě „umělých“ počátečních veřejných nabídek akcií (tzv. *synthetic initial public offering*, SIPO) privatizovaných podniků (viz výše) neplnil český akciový trh prakticky nikdy svoji emisní funkci.

Přestože v letech 2002 až 2007 došlo pod vlivem světových trhů nejen k cenovému boomu na akciových trzích, ale i k podstatnému nárůstu objemu obchodů s akciemi na BCPP (viz tabulky níže), české sekundární trhy i nadále trpěly nedostatečnou nabídkou likvidních instrumentů a velmi slabou emisní aktivitou. I přes rozsáhlé úsilí vedení BCPP se podařilo uskutečnit pouze několik menších IPO, které ovšem nedokázaly zásadním způsobem přispět k podstatnému rozvoji českého sekundárního trhu.

V tomto ohledu asi ani nepřekvapí, že po kuponové privatizaci na hlavní trh BCPP nevstoupila žádná společnost (tj. nebylo provedeno její IPO), která by byla inkorporována v České republice.¹⁸⁹ Rovněž se téměř nerozvinuly transakce s finančními deriváty na cenné papíry, což výrazně komplikovalo řízení investičních rizik.¹⁹⁰

S neúplností trhu možná také souvisí neustálý pokles objemu obchodovaných akcií v posledních několika letech, jak dokládá tabulka níže. Tento pokles s sebou nese také pokles poplatků pro investiční banky, které se v takových případech „hojí“ větší angažovaností v obchodování na vlastní účet, správou cenných papírů nebo aktivitami spojenými s M&A.¹⁹¹ Zajímavé je, že u dluhopisů nedošlo z hlediska objemu obchodů s nimi během posledních sedmi let (tzn. včetně období celosvětové ekonomické krize) k výraznějšímu výkyvu.

Tabulka 3: Objemy obchodů s akciemi na BCPP v mld. Kč¹⁹²

Rok	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
objem	128,8	197,4	257,4	479,6	1040,2	848,9	1013,0	852,0	463,9	389,9	371,0

¹⁸⁹ Srov. JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, s.140.

¹⁹⁰ Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, ss. 61-62.

¹⁹¹ Srov. POLOUČEK, S. *Peníze, banky, finanční trhy*. 1. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 301.

¹⁹² Zdroj: Statistická ročenka BCPP za rok 2011, s. 7, dostupná ze stránek BCPP <<http://ftp.pse.cz/Statist.dta/Year/fb2011.pdf>>.

Tabulka 4: Objemy obchodů s dluhopisy na BCPP v mld. Kč¹⁹³

Rok	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
objem	1858,4	1595,7	1110,1	692,5	533,2	598,9	508,9	643,2	585,7	529,9	628,0

Obchodování na BCPP je plně elektronické,¹⁹⁴ což znamená, že není nezbytný osobní kontakt ani přítomnost investičních bank či jejich zaměstnanců v budově burzy.¹⁹⁵ Investiční banky jako členové BCPP uzavírají burzovní obchody vždy svým jménem, a to buď na účet třetí osoby jako *broker*, nebo na účet svůj jako *dealer*.¹⁹⁶

Rámcovou úpravu BCPP a jejích členů v ZPKT rozvádí podrobně tzv. Burzovní pravidla BCPP.¹⁹⁷

3.5.4 Centrální depozitář cenných papírů

Integrální součástí efektivně fungujícího burzovního systému je vypořádání burzovních obchodů, tj. vyrovnání finančních závazků mezi kupujícím a prodávajícím a dodání cenných papírů. Toto vypořádání v České republice provádí CDCP jako dceřiná společnost BCPP,¹⁹⁸ která navázala v červenci 2010 na předchozí evidenci cenných papírů prováděnou SCP. Je však téměř neuvěřitelné, že od prvních návrhů centrálního depozitáře v České republice až po jeho skutečnou realizaci uplynula skoro celá dekáda.

Přechodem evidence cenných papírů ze SCP na CDCP se zejména změnil způsob přístupu jednotlivých majitelů cenných papírů (tj. investorů) k jejich účtům. Nečlenové CDCP mohou se svými majetkovými účty disponovat výlučně prostřednictvím účastníků CDCP,¹⁹⁹ s výjimkou emitentů zaknihovaných cenných

¹⁹³ *Ibid*, s. 7.

¹⁹⁴ Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s. 57.

¹⁹⁵ Obchodování na BCPP je založeno na automatickém zpracování objednávek členů (investičních bank) podle algoritmů v centrálním počítači burzy. Investiční banky přímo komunikují s burzou při zadávání kupních a prodejních příkazů prostřednictvím elektronického systému burzy. Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s. 21 nebo JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, s. 147.

¹⁹⁶ Srov. BAKEŠ, M., KARFÍKOVÁ, M., KOTÁB, P., MARKOVÁ, H. a kol. *Finanční právo*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 443.

¹⁹⁷ Tato pravidla se týkají např. pravidel obchodování, členství, přijetí cenného papíru k obchodu na burzovní trh, atd. Dostupná jsou ze stránek BCPP <<http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Legislativa>>.

¹⁹⁸ Dříve UNIVYC, a.s., jejíž obchodní firma byla zkráceným označením UNiverzální VYpořádací Centrum.

¹⁹⁹ Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, ss. 236-237.

papírů, kteří na základě vlastního smluvního vztahu s CDCP (smlouvou o vedení jejich emise) mohou s CDCP také komunikovat přímo.

CDCP vykonává dvě základní činnosti: (i) provozování vypořádacího systému pro vypořádání obchodů s cennými papíry a (ii) centrální evidence zaknihovaných cenných papírů emitovaných na území České republiky.²⁰⁰

Vypořádací systém CDCP funguje na podobných principech jako jinde ve světě, kde se používá systém tzv. „průběžného vypořádání“, které se uskutečňuje vždy určitý počet dní od dne uzavření obchodu ($T + x$ dní), a to ve formě dodání proti zaplacení (*delivery vs payment*, DvP). Jde o simultánní vypořádání dvou protisměrných operací při úplatném převodu cenných papírů, tzn. vypořádání peněžního (od kupujícího k prodávajícímu) a vypořádání cenných papírů (od prodávajícího ke kupujícímu), a to v též obchodní den. U bezúplatných převodů cenných papírů se používá tzv. *delivery free of payment* (DfP), kdy dochází k pouhému vypořádání cenných papírů, tzn. k dodání cenných papírů od dárce k obdarovanému.²⁰¹

Tento systém využívá také CDCP, který provádí vypořádání burzovních obchodů na BCPP také s určitým časovým zpožděním po jeho sjednání. Standardně jde na BCPP o vypořádání v čase $T+3$, tj. k vypořádání obchodu dojde třetí obchodní den po jeho uzavření. Obecně platí, že čím je časový rozdíl delší, tím je i větší riziko pro oba partnery obchodu. Nicméně, určitý časový rozdíl je nutný, neboť je nutné zabezpečit nejen technickou stránku vypořádání, kdy postupovat podle principu „z ruky do ruky“ není možné, nýbrž je také nutné zabezpečit ochranu zákazníků, kterým musí být poskytnut čas např. na uplatnění protestu (pokud mají pocit, že během obchodu došlo k porušení některého z burzovních pravidel). Proto není účelné, aby veškeré operace spojené s převodem cenných papírů a jejich zaplacením byly uskutečňovány okamžitě, a to i tehdy, kdy by to bylo technicky proveditelné.²⁰² Pro zajištění závazků a pokrytí rizik vyplývajících z burzovních obchodů a z jejich vypořádání (tzn. také ke

²⁰⁰ Srov. § 100 ZPKT, kde jsou uvedeny další služby CDCP, např. přidělování ISIN jednotlivým emisím.

²⁰¹ Srov. např. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s. 50 nebo JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, ss. 165-166.

²⁰² Srov. např. REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. 3. vyd. Ostrava : Key Publishing, 2011, ss. 440-441 nebo VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. 2. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 89.

krytí případných ztrát účastníků obchodování) BCPP zřídila Garanční fond Burzy, jehož správou je pověřen právě CDCP.²⁰³

Kromě vypořádacího systému je druhým hlavním úkolem CDCP vést centrální evidenci zaknihovaných cenných papírů emitovaných na území České republiky. Integrace evidence cenných papírů a vypořádání s nimi otevřela cestu ke dvoustupňové evidenci, ve které CDCP eviduje sběrné účty investičních bank, které si vedou vlastní, navazující evidenci.²⁰⁴

Vznikají tak dva typy majetkových účtů: (i) „účet vlastníka“, jehož majitelem je vlastník cenných papírů na účtu evidovaných, a (ii) „účet zákazníků“, jehož majitelem je osoba oprávněná vést navazující evidenci, tedy zejména investiční banka. Majitel účtu zákazníků není vlastníkem cenných papírů evidovaných na tomto účtu, ale jde o cenné papíry, které majitel účtu převzal (do správy) od jejich vlastníků. Zatímco v centrální evidenci vedené CDCP mohou být zřizovány účty vlastníků i zákazníků, v navazující evidenci investiční banky jako správce (*custodiana*) pouze účty vlastníků.²⁰⁵ Tato dvoustupňovost ovšem v praxi bude těžko dodržována, neboť pro účely přeshraničního obchodování s cennými papíry budou často zákazníky investičních bank jiné (zahraniční) investiční banky, které drží zahraniční cenné papíry pro své zahraniční klienty. Nepůjde tedy o evidenci dvoustupňovou, ale víceúrovňovou.

Úprava víceúrovňové evidence cenných papírů je vítaným institutem nejen z hlediska modernizace českého kapitálového trhu, ale také z hlediska možnosti zahraničních finančních institucí vstupovat na český kapitálový trh, které také využívají strukturu sběrných účtů a s tím souvisejících *nominee* služeb pro své klienty.²⁰⁶

Účastníky CDCP jsou zejména investiční banky, jejichž seznam je obdobný tomu, který vede pro své členy BCPP.²⁰⁷ Tito účastníci standardně dávají do evidence

²⁰³ Srov. § 128 an. ZPKT. Hlavním účelem zřízení fondu je fungování záručního systému, ze kterého se vyplácejí náhrady zákazníkům investiční banky, která by nebyla schopna plnit své závazky vůči svým zákazníkům, kteří jí svěřili svůj majetek. Jedná se tak o určitou pojistku zákazníkům investičních bank, aby o svůj majetek při špatném hospodaření banky nepřišli. V podrobnostech srov. např. JANOVEC, M. Garanční fond obchodníka s cennými papíry. *Právní rádce*. 2009, č. 7, s. 31 an.

²⁰⁴ Srov. § 92 an. ZPKT.

²⁰⁵ Srov. § 94 odst. 6 ZPKT.

²⁰⁶ Srov. HOLEČEK, M. Centrální depozitář cenných papírů zahájil činnost a probudil tak dosud dřímající moderní úpravu v oblasti kapitálových trhů. *Právní rozhledy*. 2010, č. 15, s. 568 an. Institutu *nominee* se věnuje také třetí kapitola druhé části věnovaná operacím depotním.

²⁰⁷ Seznam členů BCPP je dostupný na jejích stránkách <<http://www.pse.cz/Clenove-Burzy/>>, podobně jako CDCP vede na svých stránkách seznam svých účastníků, viz <<http://www.cdcp.cz/dokument.aspx?k=Ucastnici-CDCP>>.

CDCP příkazy k (i) založení nebo zrušení majetkového účtu, (ii) provedení změny na majetkovém účtu a (iii) provedení jiné služby,²⁰⁸ čímž se stávají jakousi prodlouženou rukou CDCP, který funguje jako pasivní evidenční centrum, jehož decentralizovanou obsluhu provádějí právě investiční banky zadáváním příkazů vyplývajících z nejrůznějších druhů operací, kterým se věnuje následující část práce.

Podrobná pravidla provozu CDCP a jeho účastníků stanoví Provozní řád CDCP.²⁰⁹

²⁰⁸ Srov. § 109 odst. 1 ZPKT.

²⁰⁹ Srov. § 104 ZPKT. Provozní řád stanoví např. pravidla pro jeho účastníky, pravidla vedení evidence investičních nástrojů, zápis zástavního práva k cenným papírům, atd. Tento řád je dostupný ze stránek CDCP <http://www.cdcp.cz/CDCP_downloads/Rules_Regulation/CZ/CDCP_provozni_rad.pdf>.

II. OPERACE PROVÁDĚNÉ INVESTIČNÍ BANKOU

Prvním druhem operací, které se bude tato práce blíže věnovat, jsou operace emisní.

Aby totiž mohly být realizovány práva a závazky z cenných papírů, musí být takový cenný papír nejdříve vydán (emitován), což je proces, kdy se písemný projev vůle emitenta (dlužníka) stává cenným papírem. Konkrétní práva a povinnosti z takového cenného papíru následně vzniknou až předáním takového cenného papíru investorovi (nabyvateli, věřiteli).

Ke vzniku práv a povinností z cenného papíru tedy nestačí pouze písemný projev vůle emitenta jako zavázaného (tzn. inkorporace práv a povinností do hmotného substrátu), ale je rovněž nutné, aby investor (věřitel) tuto listinu získal, což je určitá odchylka oproti běžným závazkům, u nichž jsou subjektivní práva a povinnosti vázány na určitou osobu a ne listinu (tzn. mají personální, ne skripturní povahu). Z hlediska dalších operací má tedy emise cenného papíru klíčový význam, neboť touto emisí, resp. následným předáním cenného papíru investorovi, vznikají práva a povinnosti s cenným papírem spojená.²¹⁰

Vznik těchto práv a povinností následně umožňuje veškeré další operace, kterým se tato práce věnuje v následujících kapitolách.

²¹⁰ Srov. KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 63.

1 Emisní operace

1.1 Emise vs. vydání cenného papíru

Osoba, která cenný papír vydává, se nazývá emitent.²¹¹ Obecně může být emitentem cenných papírů jakákoli fyzická či právnická osoba.²¹² Z toho by mohlo analogicky vyplynout, že pojem vydání cenného papíru je totožné s jeho emisí.

Nicméně, ZCP tyto pojmy odlišuje, neboť stanoví, že dnem vydání cenného papíru je den, kdy takový cenný papír splňuje všechny náležitosti pro něj zákonem nebo jiným právním předpisem stanovené a kdy se v souladu se zákonem stanoveným způsobem stane majetkem prvního nabyvatele. Cenný papír, obsahuje-li všechny náležitosti stanovené pro něj právním předpisem, je řádně vydán i přesto, že nebyly dodrženy náležitosti postupu při jeho vydání nebo že se nestal zákonem stanoveným způsobem majetkem svého prvního nabyvatele, byl-li první nebo kterýkoliv další nabyvatel v dobré víře (která se presumuje), že nabývá řádně vydaný cenný papír.²¹³

Z první kapitoly první části této práce vyplývá, že z hlediska demonstrativního výčtu druhů cenných papírů upravených ZCP je možné provádět operace i s takovými cennými papíry, které nejsou tímto nebo jiným právním předpisem upraveny. Tento závěr nutně implikuje závěr jiný, tj. že by mělo být možné vydávat i takové cenné papíry, které ZCP ani jiným právním předpisem upravené nejsou.²¹⁴

²¹¹ Srov. § 5 odst. 2 ZCP.

²¹² S určitými odchylkami, které jsou příznačné pro ty které druhy cenných papírů. Např. u akcií si lze jejich emisi asi stěží představit u jiného subjektu než u akciové společnosti.

²¹³ Srov. § 5 odst. 4 ZCP. Toto ustanovení odráží princip tzv. teorie domnělého práva, která byla do českého právní řádu zakomponována v červenci 2002 zákonem č. 308/2002 Sb., a to za účelem ochrany právní jistoty investorů, kteří nabývají cenné papíry v dobré víře, že se jedná o řádně vydané cenné papíry. Pro podrobnější analýzu této teorie a možné praktické problémy z ní vyplývající srov. např. JANSÁ, L. Vydání akcie dle § 5 odst. 4 zákona o cenných papírech. *Bulletin advokacie*. 2006, č. 3, s. 32 an.

²¹⁴ K témuž závěru se kloní také již zmíněné stanovisko ČNB, která ve svém Úředním sdělení (*k vydávání cenných papírů neupravených českým právním řádem*) ze dne 10. září 2007 uvedla, že dle jejího názoru je možné vydat cenný papír, i pokud obecně závazný právní předpis výslovně nestanoví jeho náležitosti, přičemž právní úprava takového cenného papíru se řídí obecnými ustanoveními práva cenných papírů, ve speciálních otázkách analogicky normami upravujícími podobný pojmenovaný (nominální) cenný papír. Nepojmenované cenné papíry tak lze považovat za investiční cenné papíry, pokud v souladu s § 3 odst. 2 ZPKT vykáží obecné znaky cenného papíru a dále možnost nebo obvyklost obchodování na kapitálových trzích, přičemž takové cenné papíry mohou vykazovat i znaky derivátů.

Oproti dnu vydání se dnem emise rozumí podle ZCP den, kdy může dojít k vydání cenného papíru prvému nabyvateli.²¹⁵ Z výše uvedeného rozlišení vyplývá, že den emise cenného papíru může (a zpravidla v praxi také bude) předcházet dnu jeho vydání konkrétnímu investorovi.

Pojem „emise“ má ovšem i svůj druhý význam, který označuje určitý soubor zastupitelných cenných papírů. Části takového souboru se říká „tranše“.²¹⁶ Datum emise dle ZCP určuje emitent,²¹⁷ přičemž tento den je společný pro všechny kusy cenného papíru příslušné emise.

Částka, za kterou emitent cenný papír vydává, se nazývá „emisní kurz“ cenného papíru.²¹⁸ V souvislosti s vydáváním konkrétního typu cenného papíru mohou být pro emitenta stanoveny ještě další povinnosti, jako je tomu například u listinných cenných papírů, u kterých se musí vyřešit také technická stránka věci, tj. provedení listiny jako hmotného substrátu.²¹⁹

V souvislosti s evolucí zaknihovaných cenných papírů vznikla otázka, kdy je vlastně vydán cenný papír emitovaný v této podobě. Dospělo se k závěru, že tímto okamžikem je zápis na příslušném účtu vedeném v centrální evidenci cenných papírů u CDCP,²²⁰ který na základě smlouvy s emitentem vede celou jeho emisi zaknihovaných cenných papírů.

Z hlediska ZPKT jsou investiční bankou při emisi cenných papírů poskytovány některé ze dvou hlavních investičních služeb (i) *upisování nebo umístování investičních nástrojů se závazkem jejich upsání* nebo (ii) *umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání*, případně jde o doplňkovou investiční službu *služby související s upisováním nebo umístováním investičních nástrojů*.

²¹⁵ § 5 odst. 1 ZCP.

²¹⁶ Zpravidla se tranše vyznačuje tím, že jí odpovídající část emise má odlišné emisní podmínky než části (tranše) zbývající, např. z hlediska splatnosti či nominálního zúročení. In MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s. 42.

²¹⁷ § 5 odst. 1 *in fine* ZCP.

²¹⁸ Srov. obecně § 6 ZCP nebo speciálně např. u akcií § 163a odst. 1 ObchZ.

²¹⁹ Srov. KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, ss. 64-67.

²²⁰ *Ibid.*, s. 68.

1.2 Podstata emisních operací

Podstatou emisních operací je snaha deficitních jednotek co nejefektivněji získat další finanční prostředky. Jedním z možných způsobů získání těchto prostředků je jejich obstarání prostřednictvím emise cenných papírů, kterou zprostředkovávají investiční banky jako emisní zprostředkovatelé, těžící ze svých zkušeností a znalostí trhu.²²¹

Celý průběh emise cenných papírů lze při nutném zobecnění rozdělit na tři základní fáze: (i) přípravu emise, ve které emitent vybírá investiční banku jako emisního zprostředkovatele (agentu), která následně stanovuje parametry emitovaných cenných papírů a způsob jejich emise, (ii) umístění emitovaných cenných papírů, které může být dle povahy veřejné či soukromé, a (iii) post-emisní operace.²²²

V přípravné fázi je třeba rozhodnout o velikosti emise, formě cenných papírů, výši a formě výnosu, splatnosti, měnové denominaci, atd. Následující fáze, týkající se umístění cenných papírů, je proces, jehož cílem je prodej cenných papírů jednotlivým investorům. Jedná se o velmi důležitou fázi, neboť na základě umístění se odvíjí nejen celková úspěšnost emise, resp. výše získaného kapitálu pro emitenta, ale také případná ztráta pro investiční banku zprostředkovávající emisi, pokud na sebe jako ručitel přebírá riziko neumístění (viz dále). Proto je pro úspěšnost emise velmi důležitá reputace investiční banky a její kontakty na významné investory. Mezi základní cíle investičních bank v post-emisním období patří jednak stabilizace tržní ceny nově emitovaného instrumentu prostřednictvím provádění intervenčních operací (nákupů a prodejů) na sekundárních trzích v počáteční fázi obchodování a jednak zajištění dostatečné likvidity nově emitovaného instrumentu (vystupováním investičních bank na sekundárním trhu v pozici tvůrce trhu, tzv. *market makers*).²²³

Menší emise často umísťuje na primárních trzích pouze jedna investiční banka. Pro emise většího rozsahu se však vytvářejí emisní syndikáty, které obsahují i několik desítek investičních bank. Syndikát obsahuje tři rozdílné skupiny členů: (i) manažerskou skupinu, (ii) ručitelskou skupinu a (iii) prodejní skupinu.

²²¹ Srov. ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P. *Základy financí*. 1. vyd. Praha : Grada, 2011, s. 242.

²²² Srov. DVOŘÁK, P. *Bankovníctví pro bankéře a zákazníky*. 3. vyd. Praha : Linde, 2005, s. 592

²²³ Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s. 199 nebo DVOŘÁK, P. *Bankovníctví pro bankéře a zákazníky*. 3. vyd. Praha : Linde, 2005, s. 596.

Manažerská skupina je vedena vedoucím manažerem emise, který je zodpovědný za celkovou emisi.²²⁴ Vedoucí manažer emise uzavírá smlouvu s emitentem a řídí celou emisní operaci. Ručitelská skupina obsahuje investiční banky, které se zavazují odkoupit a prodat část emise na vlastní účet a riziko.²²⁵ Prodejní skupina se zase používá především u velkých emisí, kde její členové kupují cenné papíry od členů ručitelské skupiny za velkoobchodní cenu a prodávají je investorům za cenu maloobchodní.²²⁶

1.3 Druhy emisních obchodů

Investiční banky zabezpečují vydávání cenných papírů různými způsoby, přičemž rozdělení jednotlivých druhů emisních obchodů zohledňuje odlišná práva a povinnosti smluvních stran emisního obchodu. Opět jistou generalizací se emisní obchody dělí na: (i) ručitelské, (ii) komisionářské a (iii) prodejní.

Základem ručitelského emisního obchodu je povinnost investiční banky jako ručitele nakoupit celou emisi na vlastní účet a riziko (tj. riziko, že se emise nerozprodá). V případě úspěšného rozprodeje emise získává investiční banka zisk z rozdílu mezi nákupním a prodejním kursem. Emitent do žádného rizika nejde, neboť obdrží emisní částku bez ohledu na úspěšnost umístění emise na trhu. Tento komfort je ovšem kompenzován nižším prodejním kurzem vůči investiční bance, než který by mohl emitent potenciálně získat na trhu. Při komisionářském emisním obchodu přebírá investiční banka komisionářským způsobem emisi za emisní kurs. Prodej pak uskutečňuje vlastním jménem na cizí účet. Povaha spolupráce investiční banky a jejího zákazníka je obdobná jako při operacích *brokerage*, které jsou přiblíženy v následující kapitole. Investiční banka nepřebírá žádnou záruku za rozprodání emise, a proto nese odbytové riziko emitent, který získává emisní částku postupně na základě úspěšnosti umístění emise.²²⁷

²²⁴ Srov. JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, s. 402.

²²⁵ Tzn. cenné papíry, které se jim nepodaří umístit na trhu, zůstávají v portfoliu členů ručitelské skupiny.

²²⁶ Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011, s. 196.

²²⁷ *Ibid.*, s. 187.

1.4 Druhy umístění emise

Nově vydávané cenné papíry mohou být umístěny buď veřejným, nebo soukromým způsobem. Smysl jejich rozlišování je zejména v rozdílné ochraně potenciálních investorů.²²⁸

1.4.1 Veřejná emise a specifika veřejné nabídky

Při emisi veřejné je tato umístěna na veřejných trzích cenných papírů a je přístupná široké veřejnosti, což vyvolává určitou její „nebezpečnost“²²⁹ a následně determinuje požadavek na jejich zvýšenou regulaci, která se vyznačuje tím, že emitent musí požádat o registraci příslušný orgán dohledu, přičemž registrační povinnost předpokládá nejen vyhotovení prospektu obsahujícího potřebné informace pro investory,²³⁰ ale také pravidelné zveřejňování požadovaných informací, což na jednu stranu přináší pro emitenta určitou prestiž, nicméně také významné emisní náklady. Vzhledem k tomu, že veřejné emise jsou většinou obchodovány na burzách, musí dále emitent požádat o kotaci na některou z burz (v České republice tedy BCPP).

Veřejnou nabídkou na veřejných trzích, která je přístupná široké veřejnosti dochází k tzv. „veřejné nabídce“ cenných papírů, kterou je jakékoli sdělení širšímu okruhu osob²³¹ obsahující informace o nabízených investičních cenných papírech a podmínkách pro jejich nabytí, které jsou dostatečné k tomu, aby investor učinil rozhodnutí koupit nebo upsat tyto investiční cenné papíry.²³²

Toto ustanovení má pro investiční banky významný dopad, neboť veřejnou nabídkou tak bude každé jejich reklamní sdělení (např. na internetových stránkách),

²²⁸ Srov. DVOŘÁK, P. *Bankovníctví pro bankéře a zákazníky*. 3. vyd. Praha : Linde, 2005, s. 593.

²²⁹ Tato nebezpečnost může vést k situaci, kdy je investor vmanipulován do situace, kdy učiní (kladné) rozhodnutí o nabytí cenného papíru před tím, než měl možnost se seznámit se zásadními informacemi, které obsahuje prospekt. V podrobnostech srov. např. PIHERA, V. *Veřejné nabídky cenných papírů*. *Právní rozhledy*. 2003, č. 5, s. 220 an.

²³⁰ K prospektu srov. § 35 an. ZPKT a text dále.

²³¹ ZPKT nestanoví, co se pojmem „širší okruh osob“ rozumí. Podle ČNB se jím obecně rozumí okruh osob, který přesahuje okruh známých, propojených osob či několika předem domluvených investorů. Srov. *Odpovědi na dotazy – veřejná nabídka a prospekt cenného papíru. Širší okruh osob*. *Česká národní banka* [online]. 30.12.2010, aktualizováno 17.8.2011 [cit. 2012-02-25]. Dostupné ze stránek ČNB <http://www.enb.cz/miranda2/export/sites/www.enb.cz/cs/faq/sirsi_okruh_osob.pdf>.

²³² Srov. § 34 odst. 1 ZPKT.

kteří naplní výše uvedené obecné znaky veřejné nabídky.²³³ Hranice pro posouzení, zda jde či nejde o veřejnou nabídku, může být ovšem v mnoha případech velmi neostrá,²³⁴ a to i přesto, že došlo v poslední době k novelizaci ZPKT, která snad praxi (zejména SME emitentům)²³⁵ trochu uleví svou liberalizací regulatorních požadavků a zpřesněním legislativních formulací v ZPKT.²³⁶

1.4.2 IPO a SPO

Jestliže akciová společnost poprvé emituje akcie na veřejných trzích, pak emise má charakter počáteční veřejné nabídky (*initial public offering*, IPO). Každý rok emituje touto metodou poprvé své akcie na světových trzích velké množství akciových společností, které se tímto způsobem přeměňují ze soukromých společností na veřejné akciové společnosti (tzv. *going public*). Z uzavřené společnosti v soukromých rukou se tedy stává společnost, jejíž akcie si může koupit kdokoli.²³⁷ V případě, že společnost vydala své akcie na veřejném trhu již dříve a nyní emituje akcie další, potom se jedná o sekundární veřejnou nabídku (*secondary public offering*, SPO).

V České republice, vzhledem k „neúplnosti“ jejího sekundárního burzovního trhu, jemuž se věnovala předchozí kapitola, k novým emisím bohužel prakticky nadochází. Na zdejším trhu dokonce v druhé polovině 90. let minulého století postupně rostl počet emitentů, kteří veřejnou obchodovatelnost svých akcií rušili. Po „umělé“ státní operaci *going public* ve formě kuponové privatizace (SIPO) se tedy začal realizovat reverzní proces přeměny veřejně obchodovaných společností na společnosti soukromé (tzv. *going private*).²³⁸

²³³ Pokud tedy např. investiční banka uveřejní na svých stránkách možnost úpisu nových akcií na nějakém zahraničním trhu mimo EU, u kterých nebyl prospekt emitenta schválen některým regulátorem v rámci EU, může dostat od ČNB sankci. Tým striktní přístup regulátora platí i v případě, že kdokoli nabízí cenné papíry na svých internetových stránkách s neúplnými údaji společně s odkazem na bližší informace na internetových stránkách jiné společnosti. I v těchto případech se tedy jedná o veřejnou nabídku. Srov. rozhodnutí Nejvyššího správního soudu České republiky sp. zn. 2 Afs 55/2006 ze dne 20. ledna 2007.

²³⁴ Např. pouhé informování na chybné IPO v denním tisku za veřejnou nabídku být považováno nemusí. Srov. SMUTNÝ, A. Poznámky k definici veřejné nabídky. *Právní rozhledy*. 2008, č. 18, s. 679 an.

²³⁵ Malých a středně velkých akciových společností (*small and medium enterprises*, SME).

²³⁶ Srov. zákon č. 188/2011 Sb. s účinností od 15. července 2011. V podrobnostech srov. např. ŠOVAR, J. Úprava prospektu cenného papíru a veřejné nabídky investičních cenných papírů po očekávané novelizaci. *Obchodněprávní revue*. 2011, č. 5, s. 143 an.

²³⁷ Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s. 188.

²³⁸ Srov. *ibid.*, ss. 36-37.

1.4.3 Soukromá emise

Při soukromé emisi jsou cenné papíry nabídnuty pouze vybraným institucionálním investorům.²³⁹ Tito investoři zpravidla velmi dobře znají finanční situaci emitenta, a proto jím emitované cenné papíry drží po celou dobu jejich životnosti ve svém portfoliu. Z tohoto důvodu nepožadují, aby daná emise byla obchodovaná na sekundárních trzích. Emitent proto v těchto případech nemusí žádat u regulátora o žádnou registraci, ani vypracovávat prospekt nebo zveřejňovat jakékoli informace, což mu ve výsledku výrazně snižuje emisní náklady. Proto jsou soukromé emise oblíbené zejména u menších (SME) firem.

1.5 Průběh při veřejných emisních operacích

Protože se investiční banky angažují zejména při veřejných emisích, je vhodné si přiblížit, jak vypadá zobecněný průběh tohoto typu emise.

Pokud se deficitní jednotka rozhodne, že si finanční zdroje obstará na trzích cenných papírů, kontaktuje jako emisního prostředníka investiční banku.²⁴⁰ Výběr této investiční banky lze uskutečnit sjednaným nebo soutěžním způsobem, přičemž sjednaná nabídka bývá negociována přímo mezi emitentem a investiční bankou na základě dlouhodobé vzájemné spolupráce, zatímco při soutěžní nabídce vyzve emitent několik investičních bank k předložení svých nabídek, z nichž si potom vybere tu (nebo ty), které se mu zdají nejvýhodnější.²⁴¹

Veřejným oznámením zvolené investiční banky (vedoucího manažera emise) je „odstartována“ první fáze emise, ve které vedoucí manažer, podle velikosti emise, oslovuje další banky (manažery) za účelem vytvoření syndikátu, který slouží k diverzifikaci financování této emise, resp. z ní vyplývajících rizik (viz výše).

²³⁹ Ačkoli počet těchto vybraných institucionálních investorů není nijak obecně ustálen, např. SEC se drží stanoviska, že při soukromé emisi by neměly být cenné papíry prodávány více než 12 způsobilým investorům. Srov. *ibid.*, s. 188 a literatura zde uvedená.

²⁴⁰ Až na určité případy, u kterých je emitent schopen zajistit si díky svému zázemí celou emisi sám. V takovém případě se hovoří o tzv. „vlastní“ emisi. Nicméně, mnohem častější jsou emise „cizí“, tj. s využitím emisních prostředníků ve formě investičních bank.

²⁴¹ Srov. *ibid.*, ss. 195-196.

Po vytvoření syndikátu se mezi emitentem, vedoucím manažerem a manažery ostatními uzavře smlouva o upsání,²⁴² která obsahuje ustanovení o podmínkách emise, časový plán emise, výši rozpětí mezi nákupní a prodejní cenou a výši provize.²⁴³

Kromě smlouvy o upsání je druhým klíčovým dokumentem v této fázi tzv. „prospekt“ emise, což je dokument obsahující všechny nezbytné informace, které jsou nezbytné pro investory k zasvěcenému posouzení takového cenného papíru a práv s ním spojených, a to včetně informace o právní a finanční situaci emitenta, přičemž musí být formulován srozumitelně tak, aby si jeho analýzu mohl provést i běžný investor.²⁴⁴ Důležitost tohoto dokumentu vychází z principu, že pokud má být jakýkoli cenný papír veřejně nabízen investorům, musí být před svým zveřejněním prospekt schválen příslušným státním orgánem (v České republice je to ČNB).²⁴⁵ Zejména u mezinárodních emisí v EU přesahujících jurisdikce jednoho státu je pro investora příznivou zprávou, že tzv. *směrnice o prospektu*²⁴⁶ stanovuje jednotné požadavky na prospekty s tím, že je umožněno jejich vzájemné uznávání v rámci celé EU. Postačí tedy schválení daného prospektu jedním národním regulátorem pro možnost jeho automatického uznání i v dalších zemích EU.²⁴⁷ Podpisem smlouvy o upsání (společně s ostatní smluvní dokumentací) a zveřejněním schváleného prospektu dochází k upsání emise.

Následuje prezentace emitenta a vydávaných cenných papírů, která je určena zejména institucionálním investorům,²⁴⁸ kteří projeví zájem účastnit se upisovacího procesu a u kterých vedoucí manažer zjišťuje, kolik akcií by byli tito za určitou cenu ochotni upsat, tj. zjišťuje se nejen struktura potenciálních investorů, ale také optimální cena (emisní kurz) emitovaných cenných papírů.²⁴⁹

²⁴² Srov. PLÍVA, S., ELEK, Š., LIŠKA, P., MAREK, K. *Bankovní obchody*. Praha : ASPI, 2009, s. 126.

²⁴³ Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, ss. 195-196.

²⁴⁴ Srov. § 36 odst. 1 ZPKT.

²⁴⁵ Tento princip byl zaveden v roce 1934 ve Spojených státech, kde i dnes platí, že tam nesmí být veřejně nabízen cenný papír, u kterého nebyl uveřejněn prospekt schválený ze strany SEC. In PLÍVA, S., ELEK, Š., LIŠKA, P., MAREK, K. *Bankovní obchody*. Praha : ASPI, 2009, s. 127.

²⁴⁶ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování (aktuálně novelizovaná směrnici Evropského parlamentu a Rady 2010/73/EU ze dne 24. listopadu 2010).

²⁴⁷ Srov. §§ 34 až 36m ZPKT.

²⁴⁸ Např. banky, pojišťovny, investiční společnosti, investiční či penzijní fondy. Srov. např. BAKEŠ, M., KARFIKOVÁ, M., KOTÁB, P., MARKOVÁ, H. a kol. *Finanční právo*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 456 nebo MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s. 427 an.

²⁴⁹ Srov. DVOŘÁK, P. *Bankovnictví pro bankéře a zákazníky*. 3. vyd. Praha : Linde, 2005, s. 595.

Na tyto prezentace navazuje předběžný marketing, který zabezpečují zástupci manažerské skupiny formou telefonického informování potenciálních investorů a který bývá zahajován v okamžiku, kdy je známo přibližné datum vydání cenných papírů včetně jejich základních parametrů.²⁵⁰

Závěrečné jednání organizuje opět vedoucí manažer emise, kterého se účastní členové syndikátu, emitent cenných papírů a účetní a právní firmy, které ho reprezentují. Auditóři vydávají ujištění (tzv. *comfort letter*), právníci zase právní stanovisko (tzv. *legal opinion*). Zatímco ti první ujišťují manažery o správnosti údajů o emitentovi, ti druzí zase ujišťují manažery o tom, že je v pořádku emise po právní stránce.²⁵¹ Na tomto jednání je schválen závěrečný prospekt. Současně jsou definitivně stanoveny závěrečné podmínky smlouvy mezi emitentem a ručiteli. Vedoucí ručitelské skupiny stanoví alokaci emise mezi jednotlivé členy syndikátu a maloobchodní cenu pro investorskou veřejnost.²⁵²

Poté dochází k umístění cenných papírů, tzn. k rozprodeji cenných papírů jednotlivým investorům,²⁵³ za jehož úspěšné provedení získávají členové syndikátu provizi (v případě komisioního nebo prodejního syndikátu) nebo rozpětí (v případě ručitelského syndikátu). Emitent musí kromě rozpětí navíc uhradit vynaložené administrativní náklady, které obsahují typicky poradenské náklady vzniklé zapojením právních a účetních firem.²⁵⁴

Nicméně, proces vydávání cenných papírů nekončí jejich umístěním na primárním trhu, ale obsahuje i určité operace investičních bank v post-emisním období na trhu sekundárním, zejména za účelem stabilizace kurzu cenných papírů, které byly předmětem emise.²⁵⁵

Na okraj je možné uvést, že při emisi cenných papírů mohou investiční banky plnit kromě emisního agenta plnit i další role, např. roli agenta kótačního, který

²⁵⁰ Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s. 196.

²⁵¹ PLÍVA, S., ELEK, Š., LIŠKA, P., MAREK, K. *Bankovní obchody*. Praha : ASPI, 2009, s. 127.

²⁵² MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s. 198.

²⁵³ Srov. PLÍVA, S., ELEK, Š., LIŠKA, P., MAREK, K. *Bankovní obchody*. Praha : ASPI, 2009, ss. 128-131.

²⁵⁴ Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s. 198.

²⁵⁵ K dalším stabilizačním operacím podrobněji např. ČECH, P. Nařízení Evropské komise o podmínkách přípustného nabývání vlastních akcií a stabilizace kurzu. *Právní rozhledy*. 2004, č. 9, s. 356 an.

zajišťuje kotaci cenných papírů na burze.²⁵⁶ Kotací určitého investičního nástroje vzniká jeho emitentovi řada nových povinností, zejména informačního charakteru.²⁵⁷ Určité oznamovací povinnosti mohou vzniknout kromě emitenta také majitelům takových cenných papírů, např. při nabytí podílu na hlasovacích právech, který překročí určitou hranici stanovenou zákonem.²⁵⁸

Emitenti, kterým na rozdíl od kotace cenného papíru na primárním trhu již jeho obchodování na trhu sekundárním žádný další kapitál nepřináší, přesto dobrovolně přijímají zvýšené náklady na výše uvedené informační povinnosti, protože jde o specifický způsob marketingu společnosti.²⁵⁹

1.6 Smluvní dokumentace při emisních operacích

Na obstarávání emisí a vydávání cenných papírů pamatuje také ZCP, který v této oblasti upravuje následující smluvní typy: (i) smlouvu o obstarání vydávání cenného papíru, (ii) smlouvu o obstarání vracení zastupitelného cenného papíru, (iii) smlouvu o zprostředkování vydávání zastupitelného cenného papíru a (iv) smlouvu o zprostředkování vracení cenného papíru.²⁶⁰

ZCP ovšem k těmto „smluvním typům“ žádné bližší vymezení neuvádí, zejm. co se týče práv a povinností smluvních stran, u kterých je nezbytné, aby v případě, že předmětem závazku z těchto smluv budou investiční cenné papíry, byla protistranou

²⁵⁶ Nicméně, kotací nemá kotační agent plně ve své moci, neboť v České republice není na přijetí cenného papíru k obchodování na burzovním trhu právní nárok, což v tomto procesu ponechává BCPP při posuzování splnění podmínek emitentem značnou diskreční pravomoc. Vzhledem k „neúplnosti“ českého trhu se ovšem nejeví jako pravděpodobné, že by BCPP při snaze nějakého subjektu kotovat svou emisí využila svou diskreční pravomoc negativním způsobem. Srov. např. BAKEŠ, M., KARFÍKOVÁ, M., KOTÁB, P., MARKOVÁ, H. a kol. *Finanční právo*. 5. vyd. Praha: C. H. Beck, 2009, ss. 447-449.

²⁵⁷ Jde zejména o poskytování pravidelných i nepravidelných informací prostřednictvím výročních, pololetních či čtvrtletních a dalších zpráv za účelem zajištění dostatečné transparentnosti trhu a spravedlivých výchozích podmínek pro všechny investory. Srov. např. BAKEŠ, M., KARFÍKOVÁ, M., KOTÁB, P., MARKOVÁ, H. a kol. *Finanční právo*. 5. vyd. Praha: C. H. Beck, 2009, s. 450 nebo JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, ss. 143-147.

²⁵⁸ Srov. § 122 ZPKT.

²⁵⁹ S obchodováním společnosti na sekundárním trhu je spojena určitá prestiž a reklama emitenta, která, zvláště v době příznivých hospodářských výsledků, dodává společnosti lepší zvuk. Srov. JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, ss. 116-117.

²⁶⁰ V této souvislosti může vzniknout otázka, jaký je rozdíl mezi „obstaráním“ a „zprostředkováním“. Objevil se názor, že „hranice těchto smluvních typů se stírají, přičemž přesné rozlišení mezi nimi se stává právně takřka nemožným.“ Srov. Stanovisko KCP (k obstarání a zprostředkování koupě nebo prodeje cenného papíru nebo derivátu) (den vydání stanoviska neuveden) dostupné ze stránek ČNB <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/archiv_stanovisek_KCP/download/get_dms_file91.pdf>.

zákazníka investiční banka nebo organizátor veřejného trhu (BCPP). Jedinou náležitostí, kterou v této oblasti ZCP uvádí, je požadavek na písemnou formu těchto smluv.²⁶¹

Jejich konstrukce, začlenění do ZCP a zejména jejich smysl proto vyvolává mnoho otázek,²⁶² a proto jim není věnována pozornost ani z hlediska emisních operací, ani z hlediska operací obstarávacích, kterým se věnuje následující kapitola a kam by tyto smlouvy mohly teoreticky také spadat.

Práva a povinnosti investiční banky a emitenta tedy vyplývají zpravidla z vlastní dokumentace (připravené zapojenou právní firmou) se specifickou úpravou vzájemných práv a povinností, které by smluvní strany z kusé úpravy v ZCP rozhodně nevyčetly.

²⁶¹ Srov. § 33a a 33b ZCP.

²⁶² Srov. KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 410.

2 Obstaravatelské operace

Protože byla historicky nejdůležitější ekonomickou funkcí cenných papírů vždy funkce distribuční,²⁶³ je více než logické, že po emisi, resp. vydání cenných papírů na trhu primárním (příp. jejich kotaci na burze), bude z hlediska operací nejčastějším právním základem vztahů s takovými nově emitovanými cennými papíry jejich koupě či prodej (obchodování) prostřednictvím investičních bank, které, jak už bylo řečeno, na těchto sekundárních trzích plní roli zprostředkovatele mezi suficitními a deficitními jednotkami. Tomuto obstarávání obchodů s cennými papíry na kapitálových trzích investičními bankami se říká *brokerage*.

Důležitá role investiční banky v těchto operacích se odráží nejen v tom, že smlouvy týkající se investičních cenných papírů může jako obstaratel nebo zprostředkovatel uzavřít pouze investiční banka,²⁶⁴ ale také v tom, že regulované (zejm. burzovní) trhy fungují obvykle na členském principu, což vylučuje přímou účast koncového investora.²⁶⁵

Jak bylo naznačeno ve druhé kapitole první části této práce, operace *brokerage* naplňují z hlediska v ZPKT následující dvě hlavní investiční služby: (i) *přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů* a (ii) *provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníků*. S ohledem na různé druhy obstaratelských obchodů není neobvyklé využití doplňkové investiční služby *poskytování úvěru nebo půjčky zákazníkovi za účelem umožnění obchodu s investičním nástrojem, na němž se poskytovatel úvěru nebo půjčky podílí* (viz dále).

Smluvní dokumentace těchto služeb je stejně jako u emisních operací obecně opět doménou ZCP, který v této oblasti upravuje tři typy obstaratelských smluv, které se týkají obstarání koupě nebo prodeje cenného papíru (tzn. obchodování) na

²⁶³ Tzn. „*usnadnění rychlého a bezpečného převodu peněžních prostředků tam, kde jich bylo v daném okamžiku nejvíce zapotřebí z hlediska rozvoje podnikatelské společnosti.*“ In KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 21.

²⁶⁴ Pokud nejde o smlouvu o zprostředkování vydávání či vrácení investičních cenných papírů, kterou může uzavřít i organizátor regulovaného trhu, tj. zejm. BCPP. Srov. ŠVESTKA, J., DVORÁK, J. a kol. *Občanské právo hmotné 2*. 5. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2009, s. 330 a text výše.

²⁶⁵ Koncový drobný investor se v investiční hantýrce označuje jako „*belgian dentist*“, tj. belgický zubař. In ELEK, Š. *Cenné papíry držené skrze zprostředníky. Právní rozhledy*. 2005, č. 21, s. 774 an.

kapitálových trzích:²⁶⁶ (i) komisionářskou, (ii) mandátní²⁶⁷ a (iii) o zprostředkování. Vedle těchto smluvních typů výslovně upravených v ZCP lze využít také jiných smluvních typů neuvedených v tomto zákoně, ale např. v ObčZ či ObchZ,²⁶⁸ popř. si zvolit vlastní strukturu pomocí jakékoli smlouvy inominátní.²⁶⁹

S ohledem na členský princip burzy se v praxi ustálilo používání prakticky pouze komisionářské smlouvy. Tento smluvní typ totiž přesně vystihuje vztah mezi investiční bankou, která vůči burze vystupuje vlastním jménem jako její člen, tj. vlastním jménem provádí nákupy a prodeje (obchody) cenných papírů, které jsou ale výsledkem pokynů zákazníka (komitenta), na jehož účet jsou prováděny. Z tohoto důvodu je využití zbylých dvou smluvních typů (tj. smlouvy mandátní nebo zprostředkovatelské) v této sféře prakticky nulové, a proto bude v další části této práce věnována pozornost pouze smlouvě komisionářské.

2.1 Komisionářská smlouva o obstarání koupě nebo prodeje cenného papíru

Touto smlouvou, která musí mít písemnou formu,²⁷⁰ se komisionář (investiční banka) zavazuje, že zařídí vlastním jménem pro komitenta (zákazníka) a na jeho účet koupí nebo prodej cenného papíru, nebo že uskuteční činnost k dosažení tohoto výsledku. V tomto ohledu tedy investiční banka vystupuje jako zprostředkovatel, tzv. *broker*.²⁷¹ Komitent se za to zaváže zaplatit komisionáři úplatu, která zahrnuje jak odměnu této investiční bance, tak organizátorovi trhu (typicky BCPP), případně ostatním zprostředkujícím bankám. Kromě speciální úpravy komisionářské smlouvy v ZCP se na tento smluvní typ aplikuje také příslušná obecná úprava obsažená v ObchZ.²⁷²

²⁶⁶ Srov. § 28 odst. 1., resp. § 33 odst. 1 a odst. 2 ZCP.

²⁶⁷ Na rozdíl od smlouvy komisionářské, kdy komisionář jedná vlastním jménem, v případě smlouvy mandátní jedná mandatář jménem mandanta, což zpravidla vyžaduje vedle uzavření smlouvy i udělení písemné plné moci. Srov. ŠVESTKA, J., DVOŘÁK, J. a kol. *Občanské právo hmotné 2. 5. vyd.* Praha : Wolters Kluwer ČR, 2009, s. 330.

²⁶⁸ Např. smlouvu příkazní či smlouvu o obchodním zastoupení. Srov. ŠVESTKA, J., DVOŘÁK, J. a kol. *Občanské právo hmotné 2. 5. vyd.* Praha : Wolters Kluwer ČR, 2009, s. 329.

²⁶⁹ Srov. KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů.* 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 393.

²⁷⁰ Nejčastěji v podobě tzv. formulářové smlouvy, kam se pouze doplňují informace o zákazníkovi, aniž by byla při uzavření nějak měněna. Srov. *ibid*, s. 394.

²⁷¹ Což vysvětluje, proč se těmto operacím říká *brokerage*.

²⁷² Srov. § 577 an. ObchZ ve spojení s § 33 odst. 1 a odst. 2 ZCP.

Zákazník investiční bance zadává pokyny k obstarání koupě nebo prodeje cenných papírů prostřednictvím pokynů, které mohou být v písemné (faxem, emailem) či telefonické podobě (přes makléře).²⁷³ V souvislosti s rozvojem výpočetní techniky dnes ovšem bude převažovat podání pokynu prostřednictvím internetové aplikace investiční banky, kde si může zákazník řídit vše sám z pohodlí domova.²⁷⁴

Závazek investiční banky z komisionářské smlouvy v sobě nese řadu dílčích povinností, jejichž plněním je podmíněno úspěšné splnění celého jejího závazku. Investiční banka je povinna jednat s odbornou péčí a řídit se zákaznickými pokyny.²⁷⁵ Investiční banka se při dodržení požadavku odborné péče může od pokynu zákazníka odchýlit pouze v případě, že je to v zákaznickově zájmu a nelze-li včas dosáhnout jeho souhlasu, a to pouze za podmínky, pokud je cenný papír prodán za cenu vyšší nebo koupen za cenu nižší, než jaká byla uvedena v pokynu, pokud má investiční banka tuto možnost.²⁷⁶ Pokud by v pokynu zákazníka výše kupní nebo prodejní ceny nebyla určena, je investiční banka *ex lege* povinna koupit cenný papír za nejnižší cenu, za jakou jej bylo možno při vynaložení odborné péče koupit, a prodat za nejvyšší cenu,

²⁷³ Makléřem byla původně fyzická osoba, která získávala povolení od ČNB, jestliže složila makléřskou zkoušku a byla důvěryhodná. Po implementaci MIFIDu do českého právního řádu byl institut makléře zrušen. Podle platné právní úpravy jsou na investiční banku v tomto směru kladeny pouze obecné požadavky na personální vybavení přiměřené povaze, složitosti a rozsahu jí prováděných činností. Nicméně, makléři se v investičních bankách objevují dodnes. Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s. 167 nebo ZIEBE, J., HUMLOVÁ, O. Nová právní úprava cenných papírů v České republice. *Právní rozhledy*. 1993, č. 1, s. 6 an.

²⁷⁴ Literatura hovoří v tomto smyslu o tzv. službě „*e-brokerage*“, která umožňuje investorům spravovat své investiční prostředky a obchodovat na sekundárních trzích prostřednictvím internetu. Zákazníci mají možnost prostřednictvím webových aplikací sledovat v reálném čase situaci na finančních trzích a přímo z domova zadávat příkazy na nákup nebo prodej cenných papírů. Je více než pravděpodobné, že *e-brokerage* představuje budoucnost *brokerage* služeb. Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s. 203.

²⁷⁵ Srov. § 28 odst. 3 ZCP ve spojení s § 578 odst. 1 ObchZ. V souvislosti s odbornou péčí se hovoří také o požadavku provádět pokyny „za nejlepších podmínek“, tzv. *best execution*, přičemž v případě porušení tohoto požadavku kterýmkoli zaměstnancem investiční banky odpovídá a je sankcionována sama investiční banka. Srov. také rozhodnutí Nejvyššího správního soudu České republiky sp. zn. 6 A 93/2000 ze dne 31. března 2004 a pro povinnost *best execution* u poskytování určitých investičních služeb v podrobnostech např. ELEK, Š. Povinnost obchodníků s cennými papíry provádět pokyny zákazníků za nejlepších podmínek. *Obchodněprávní revue*. 2010, č. 1, s. 1 an.

²⁷⁶ Srov. § 578 odst. 2 ObchZ ve spojení s § 31 odst. 2 ZCP.

za jakou jej bylo možno při vynaložení odborné péče prodat.²⁷⁷ Vzhledem k subsidiární aplikaci ObchZ na komisionářskou smlouvu uzavřenou podle ZCP platí, že ObchZ se řídí rovněž případné vztahy odpovědnostní povahy, které vznikly porušením některé právní povinnosti vyplývající z komisionářské smlouvy nebo ze ZCP.²⁷⁸

Protože jsou zákaznickovy pokyny klasickými právními úkony, musí splňovat obecné náležitosti právních úkonů vymezené v ObčZ z hlediska jejich vážnosti, určitosti a srozumitelnosti,²⁷⁹ a proto musí takový pokyn jasně určovat, s jakým cenným papírem má investiční banka disponovat a na jakou dobu je takový pokyn platný.²⁸⁰

Podle povahy pokynu po jeho podání vznikají různá práva a povinnosti smluvních stran – pokud pokyn bude směřovat k obstarání koupě cenného papíru, může komisionář žádat na komitentovi zálohu ve formě složení dostatečné hotovosti na speciální účet u investiční banky; v případě jejich následného prodeje musí zákazník umožnit investiční bance dispozici s takovým cenným papírem,²⁸¹ což znamená, že investiční banka může požadovat, aby jí zákazník buď cenný papír předal,²⁸² nebo aby bylo v evidenci investičních nástrojů zapsáno pozastavení výkonu práva nakládat s tímto cenným papírem.²⁸³ Jak již částečně vyplynulo v první kapitole první části této práce, v praxi se proto s listinnými cennými papíry na kapitálových trzích dnes

²⁷⁷ Srov. § 31 odst. 3 ZCP. Aniž by byly předmětem zájmu této práce, je v tomto ohledu zajímavá také povinnost „klasických“ bank (tj. těch, které obdržely licenci podle BankZ) postupovat při obchodech s cennými papíry na vlastní účet podle § 19a odst. 1 *in fine* ZBank „pouze za nejvýhodnějších podmínek pro banku, zejména za nejvýhodnější cenu, které je možno při vynaložení odborné péče dosáhnout.“ Toto ustanovení tedy klade na banku stejný požadavek odborné péče jako má ke svým zákazníkům také ve vztahu k obchodům s investičními nástroji, které realizuje jako *dealer* na vlastní účet. Tento požadavek může vyvolávat otázky, neboť požadavek odborné péče se zdá být smysluplný pouze tehdy, je-li takovou mírou péče povinna jedna osoba vůči osobě druhé. Srov. PIHERA, V., SMUTNÝ, A., SÝKORA, P.: *Zákon o bankách. Komentář*. 1. vyd. Praha : C. H. Beck, 2011, s. 182.

²⁷⁸ Takovým případem může být i případná odpovědnost investiční banky za způsobenou škodu na straně zákazníka, která vznikla tím, že investiční banka nevyužila možnost prodat cenný papír za vyšší cenu nebo koupit jej za cenu nižší, než jaká byla uvedena v pokynu zákazníka. Srov. KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, ss. 395-7.

²⁷⁹ Srov. §§ 34 až 51 ObčZ.

²⁸⁰ Zpravidla bývají pokyny platné do konce daného obchodního dne, ale zákazník může podat pokyn s platností i třeba na jeden měsíc.

²⁸¹ Srov. např. PLÍVA, S., ELEK, Š., LIŠKA, P., MAREK, K. *Bankovní obchody*. Praha : ASPI, 2009, ss. 134-136.

²⁸² Platí pouze v případě listinných cenných papírů, což je v dnešní době při vysokých objemech obchodů i menších investorů dost nepředstavitelné.

²⁸³ Tzv. „PPN“ v případě zaknihovaných cenných papírů, srov. § 97 ZPKT.

prakticky neobchoduje, přednost je dána cenným papířům zaknihovaným či imobilizovaným.²⁸⁴

Po provedení pokynu zázazníka²⁸⁵ musí investiční banka bez zbytečného odkladu dát u zaknihovaných cenných papírů příkaz k zápisu převodu do evidence investičních nástrojů ve prospěch nebo k tíži zázazníka,²⁸⁶ čímž dochází k vypořádaní obchodu. Základní metodou, jak provést settlement, je metoda DvP, o které již byla řeč výše.

Na základě ZCP,²⁸⁷ resp. pokud to umožňuje komisionářská smlouva, je možné, aby se investiční banka zprostila svého závazku také alternativní cestou, a to tak, že zázazníkovi prodá cenný papír přímo ze svého majetku nebo od zázazníka cenný papír přímo koupí, čímž realizuje tzv. „právo samovstupu“. Taková situace nastane např. v případě, že nejde nalézt vhodnou protistranu na trhu. V tomto ohledu tedy investiční banka nevystupuje jako zprostředkovatel, tzv. *broker*, ale jako protistrana, tzv. *dealer*, kde vystupuje investiční banka na vlastní účet.²⁸⁸ Investičním bankám, které poskytují oba typy služeb, se proto říká tzv. *broker-dealers*.²⁸⁹

2.2 Typy obstaravatelských obchodů

Investiční banky nabízejí svým zázazníkům v rámci *brokerage* služeb různé typy zprostředkovatelských obchodů, které se liší zejména charakterem transakce (pozice), do které zázazník vstupuje. Mezi základní typy zprostředkovatelských

²⁸⁴ Tzn. takovým listinným cenným papířům, které jsou uloženy u depozitáře, přičemž při převodech k fyzickému dodání nedochází, protože pro jejich převod (stejně jako u cenných papírů zaknihovaných) stačí pouze příslušný záznam na účtu vedeném depozitářem; podrobněji se imobilizací věnují v následující kapitole v rámci depotních operací.

²⁸⁵ Tzn. uzavření smlouvy o koupi nebo prodeji cenných papírů, kterou dojde k převodu cenných papírů, jejichž specifika jsou blíže rozvedena v páté kapitole této části.

²⁸⁶ Srov. § 32 odst. 3 ZCP.

²⁸⁷ Srov. § 31 odst. 1 ZCP.

²⁸⁸ Stranou tzv. prováděcí smlouvy (tj. smlouvy o koupi nebo prodeji cenných papírů) se tedy stává investiční banka, přičemž k uzavření této kupní smlouvy dochází doručením zprávy o výsledku této transakce zázazníkovi. Srov. rozhodnutí Nejvyššího soudu České republiky sp. zn. 29 Odo 1643/2005 ze dne 20. listopadu 2007.

²⁸⁹ Srov. JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, s. 116.

obchodů patří: (i) klasický zprostředkovatelský obchod, (ii) nákup na úvěr a (iii) krátký prodej.²⁹⁰

Klasický zprostředkovatelský obchod představuje jeden z nejvíce používaných typů transakcí. Jestliže zákazník nakupuje cenné papíry, pak musí celou svoji pozici financovat z vlastních peněžních prostředků. Naopak při prodeji cenných papírů může zákazník prodat pouze takové množství cenných papírů, které skutečně vlastní.²⁹¹

Nicméně, v dnešní „dluhové“ době asi nepřekvapí, že značná část cenných papírů není na burzovních trzích nakupována na hotovostní bázi, nýbrž na základě vypůjčených peněžních prostředků. Tyto transakce se označují jako nákup na úvěr či marži (*margin*). Motivem pro použití transakce nákupu na úvěr je spekulace na zvýšení výnosu na základě tzv. „pákového efektu“ (*leverage*),²⁹² neboť vypůjčené peněžní prostředky snižují množství vlastního kapitálu, které investor musí použít,²⁹³ což může vést, stejně jako u jiných spekulací využívajících pákový efekt (typicky u derivátových transakcí), k výrazným ziskům, ale i ke kompletní ztrátě celé investice a velkým dluhům.

Krátký (prázdný) prodej (*short selling*) je transakce, při které zákazník naopak spekuluje na pokles tržních cen cenných papírů.²⁹⁴ „Shortování“ je možné realizovat, jestliže pro investora existuje možnost vypůjčit si cenné papíry od investiční banky,²⁹⁵ které prodá a v budoucnu splatí poskytnutý úvěr brokerovi v těchto cenných papírech, přičemž spekuluje, že budoucí nákup provede za nižší kurs, než za který cenný papír prodal. Investor může volně disponovat příjmy z krátkých prodejů až v okamžiku, kdy splatí poskytnutý úvěr.²⁹⁶ Výsledek celé této transakce je kromě pohybu ceny

²⁹⁰ Každý investor, který se za účelem provedení výše uvedených typů obchodů obrátí na investiční banku, si musí u této instituce otevřít účet, který je podle povahy buď hotovostní (*cash account*), pro klasické brokerage obchody, nebo účet maržový (*margin account*), pro nákupy na úvěr. Srov. VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. 2. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 750.

²⁹¹ Srov. např. DVOŘÁK, P. *Bankovníctví pro bankéře a zákazníky*. 3. vyd. Praha : Linde, 2005, s. 597.

²⁹² Vzhledem k nižšímu vloženému vlastnímu kapitálu je relativní výnos nebo ztráta vyplývající z obchodu v poměru k této vložené částce vyšší než při financování vlastními zdroji, přičemž čím je podíl vlastního kapitálu menší, tím je větší podíl úvěru a tím vyššího zhodnocení nebo tím vyšší ztráty může investor dosáhnout. Srov. *ibid.*, s. 598.

²⁹³ Marže vyjadřuje tu část, kterou musí uhradit kupující z vlastních prostředků.

²⁹⁴ S účinností od 1. listopadu 2012 má nabýt účinnosti nové nařízení EU, které má zavést regulaci *short-sellingu*. Toto nařízení prohlubuje trend patrný v evropské normotvorbě posledních let, zejména v návaznosti na finanční krizi, která směřuje k posílení role evropských dohledových orgánů (např. *European Securities and Market Authority*, ESMA). Podrobně k tomuto tématu viz např. HOLEŠ, S. Nařízení o krátkých prodejkách a swapech úvěrového selhání. *Obchodněprávní revue*. 2012, č. 1, s. 21 an.

²⁹⁵ Půjčování cenných papírů je blíže diskutováno v rámci převodních operací v páté kapitole této části.

²⁹⁶ Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, ss. 205-208.

vypůjčených cenných papírů ovlivněn i výší úrokové sazby nebo jiných výnosů plynoucích z daných papírů během doby vypůjčení, neboť v případě takového výnosu (úrok či dividenda) ho musí investor realizující krátký prodej vrátit původnímu majiteli těchto cenných papírů, který zůstává majitelem vypůjčeného cenného papíru po celou dobu transakce, a proto bude pravděpodobně požadovat výnos z tohoto papíru plynoucí.²⁹⁷

2.3 *Spekulace jako motiv pro obchodování s cennými papíry*

Výše uvedené typy obstaravatelských obchodů determinují základní způsoby spekulace, což je inherentní vlastnost subjektů provádějící operace s cennými papíry, neboť zájmem každého investora je dosáhnout co nejvyšších výnosů.²⁹⁸

Burzovní obchodníci kupují cenné papíry s cílem jejich ziskového prodeje, tzn. v případě kladného rozdílu mezi kurzem prodejním a kurzem nákupním. Základní podoba burzovní spekulace má dvě formy: (i) spekulace na vzestup kurzu, kdy jsou cenné papíry nakupovány za předpokladu, že kurzy cenných papírů dalším vývojem stoupnou, takže je bude možno později prodat za vyšší kurz (spekulanti počítající se vzestupem kurzů jsou nazýváni „býci“ – *bulls*) a (ii) spekulace na pokles kurzu, kdy spekulant počítá s poklesem kurzů, a proto cenné papíry prodá, aby je k určitému pozdějšímu termínu koupil za nižší kurz (spekulanti počítající s poklesem kurzů jsou nazýváni „medvědi“ – *bears*).²⁹⁹

Bez spekulace není vyspělý trh cenných papírů myslitelný. Neustálé spekulativní nákupy a prodeje cenných papírů zvyšují objemy obchodů, což způsobuje vyšší likviditu sekundárních trhů a vyšší zisky investičních bank.

²⁹⁷ Srov. DVOŘÁK, P. *Bankovníctví pro bankéře a zákazníky*. 3. vyd. Praha : Linde, 2005, s. 599.

²⁹⁸ Srov. REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. 3. vyd. Ostrava : Key Publishing, 2011, s. 413.

²⁹⁹ Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s. 202.

3 Depotní operace

3.1 Podstata depotních operací

Po nakoupení cenných papírů využitím některého z *brokerage* obchodů je investoři zpravidla nemívají uloženy doma.³⁰⁰ Naopak využívají opět některou ze služeb, které nabízejí investiční banky.

Investiční banky v těchto vztazích vystupují ve vztahu ke svým zákazníkům v roli jakýchsi pověřenců (*nominee*), přičemž cenné papíry zákazníků jsou evidovány přímo na jméno investiční banky, který je právním vlastníkem cenného papíru (*legal owner*).³⁰¹ Investiční banka však veškerá práva a požitky (dividendy, hlasovací právo) postupuje svým zákazníkům, kteří vystupují jako oprávnění vlastníci (*beneficial owners*).³⁰² Jedná se tak v podstatě o strukturu dvou typů vlastnických práv obdobnou konstrukci *trustu*.³⁰³

Z hlediska ZPKT představují depotní služby doplňkovou investiční službu *úschova a správa investičních nástrojů včetně souvisejících služeb*.

Konkrétní smluvní typy, které tuto investiční službu reflektují, najdeme stejně jako u předchozích operací v ZCP, který upravuje následující smlouvy o: (i) úschově, (ii) správě a (iii) uložení cenných papírů.³⁰⁴ Společně s těmito smluvními typy je upravena také smlouva o obhospodařování cenných papírů, která je ale definičně vymezena jinou investiční službou, a proto se jedná o poněkud odlišnou operaci s cennými papíry, které je věnována samostatná (následující) kapitola.

³⁰⁰ Což by v případě zaknihovaných cenných papírů ani nebylo možné.

³⁰¹ Hovoří se také o fiduciárním vlastníkovi. Nicméně, české právo fiduciárního vlastnictví nezná. To však na druhou stranu neznamená, že *nominee* účty a fiduciární správa cenných papírů nemůže v českém právním prostředí existovat, zvláště po zahájení činnosti CDCP, který tuto dvou-, resp. vícestupňovou evidenci také aplikuje (viz výklad výše). V podrobnostech srov. např. ELEK, Š. *Nominee účty a fiduciární správa cenných papírů*. *Právní rozhledy*. 2002, č. 8, s. 360 an.

³⁰² V této souvislosti jsou zřizovány pro zákazníky tzv. *nominee* (jmenovité) účty, což jsou sběrné účty (*omnibus account*) cenných papírů otevřené na jméno jmenovitého vlastníka, tj. investiční banky (*nominee*). Srov. JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, s. 101 nebo MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011, ss. 233-234.

³⁰³ Nicméně, dva různé typy vlastnických práv český právní řád nezná. K tomu blíže srov. např. PIHERA, V. K některým aspektům majetkových práv k cenným papírům. *Právník*. 2004, č. 1, s. 82 an.

³⁰⁴ Srov. §§ 34 až 38 ZCP.

3.2 Smlouva o úschově cenných papírů

Touto smlouvou se zavazuje schovatel (investiční banka) převzít listinný, imobilizovaný či zaknihovaný³⁰⁵ cenný papír k uložení do samostatné³⁰⁶ nebo hromadné³⁰⁷ úschovy a uschovatel (zákazník) se zavazuje zaplatit za to úplatu.³⁰⁸ Kromě výše uvedeného předmětu smlouvy musí tato obsahovat také určení osob, které jsou oprávněny s cenným papírem ukládaným do úschovy nakládat (tzv. disponenti), jinak bude smlouva neplatná.³⁰⁹

Investiční banka je povinna vést evidenci o listinném cenném papíru uloženém do úschovy.³¹⁰ Kromě toho je také povinna chránit cenný papír před ztrátou, zničením, poškozením nebo znehodnocením,³¹¹ přičemž má k zajištění svých práv ze smlouvy o úschově cenných papírů zástavní právo k cennému papíru uloženému do jeho úschovy, pokud se u něj nachází.³¹² Zákazník je na druhou stranu zase oprávněn kdykoli požadovat, aby mu byl cenný papír investiční bankou odevzdán,³¹³ a to za účelem umožnění výkonu práv vyplývajících z cenných papírů.³¹⁴

V praxi se smlouvy o úschově se uzavírají v podstatě jen ve vztahu k listinným cenným papírům, se kterými se neobchoduje na kapitálových trzích. V těchto případech dochází k jejich fyzické úschově u investiční banky, a to za účelem zajištění jejich

³⁰⁵ Původně se smlouva o úschově cenných papírů dala použít jen v případě listinných cenných papírů. Jak již ale bylo uvedeno, v současné době většina cenných papírů držených investičními bankami pro své zákazníky nemají podobu listinných cenných papírů, ale podobu zaknihovanou či imobilizovanou. Na základě tohoto vývoje byl ZCP v r. 2004 novelizován zákonem č. 257/2004 Sb. o pravidlo obsažené v § 34 odst. 12 ZCP, které stanoví, že *ustanovení o úschově listinných cenných papírů se přiměřeně použijí i pro zaknihované cenné papíry.*

³⁰⁶ Srov. § 34 odst. 2 ZCP. Z hlediska třídění cenných papírů se tedy jedná o individuální cenné papíry, např. směnky.

³⁰⁷ Srov. § 34 odst. 3 ZCP. Z hlediska třídění jde tedy o hromadné (zastupitelné) cenné papíry, např. akcie emitenta kotované na burze.

³⁰⁸ Pokud by byla tato smlouva uzavřena jako bezúplatná, šlo by o smlouvu inominátní, na kterou bude vzhledem k § 853 ObčZ nutno aplikovat ta ustanovení ObčZ, která upravují vztahy svým obsahem i účelem takové smlouvě nejbližší, především tedy příslušnou úpravu smlouvy o úschově. Srov. § 747 an. ObčZ.

³⁰⁹ § 34 odst. 1 ZCP.

³¹⁰ § 34 odst. 4 věta první ZCP.

³¹¹ § 34 odst. 6 ZCP.

³¹² § 34 odst. 10 ZCP.

³¹³ Po dobu, kdy je cenný papír takto vydán zákazníkovi, nemá investiční banka povinnost jej chránit (resp. spravovat); srov. § 34 odst. 7 ZCP.

³¹⁴ Srov. KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů.* 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 402.

ochrany před ztrátou nebo poškozením.³¹⁵ Ve vztahu k zaknihovaným cenným papírům a uplatňováním práv z nich vyplývajících se využívá mnohem vhodnější smluvní typ, kterým je smlouva o uložení cenných papírů (viz dále).

3.3 Smlouva o správě cenných papírů

Touto smlouvou se správce (investiční banka) zavazuje, že bude po dobu jejího trvání činit veškeré právní úkony, které jsou nutné k výkonu a zachování práv spojených s určitým cenným papírem³¹⁶ a vlastník cenného papíru se zavazuje zaplatit za to správci úplatu.³¹⁷

Práva a povinnosti smluvních stran jsou poměrně podrobně vymezeny příslušnou legislativou.³¹⁸

V souvislosti s touto smlouvou může vznikat v praxi otázka, zda na základě jejího uzavření dochází k automatickému zbavení možnosti vlastníka cenného papíru k výkonu všech práv vyplývajících z cenného papíru, anebo zda si smluvní strany mohou ve smlouvě určit okruh úkonů, které bude investiční banka vykonávat. I když ZCP tuto otázku explicitně neřeší, z hlediska principu smluvní autonomie se jeví jako pravděpodobnější druhá z variant, neboť oprávnění investiční banky činit úkony, kterými se vykonává právo z cenných papírů, nezahrnuje právo disponovat s cennými papíry samotnými. Takovou dispozici by bylo nutné provést na základě některé ze smluv o převodu nebo obstarání koupě nebo prodeje cenného papíru.³¹⁹

Úkony spojené se správou cenného papíru vykonává investiční banka jménem a na účet vlastníka cenného papíru. Podle smlouvy však může tyto úkony konat i jménem svým a na účet vlastníka cenného papíru. Podle situace se tak práva

³¹⁵ Srov. např. KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 400 nebo PLÍVA, S., ELEK, Š., LIŠKA, P., MAREK, K. *Bankovní obchody*. Praha : ASPI, 2009, ss. 143-144.

³¹⁶ Např. z hlediska akcie se mezi tato práva se řadí např. právo na podíl ze zisku akciové společnosti (dividendu) nebo právo podílet se na jejím řízení (tzn. účastnit se na valné hromadě takové akciové společnosti), srov. § 155 odst. 1 věta první ObchZ. Veškerá komunikace s emitentem, stejně jako výplata dividend je ovšem zprostředkována (distribuována) přes investiční banku, tzn. není zde přímé jednání či vyplácení dividend oprávněným vlastníkům. Srov. JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, s. 102.

³¹⁷ § 36 odst. 1 ZCP.

³¹⁸ Srov. § 36 odst. 2, 3, 4 a 5 ZCP ve spojení s § 92 an. ZPKT.

³¹⁹ Srov. KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 405.

a povinnosti smluvních stran budou řídit buď úpravou mandátní, nebo komisionářské smlouvy.³²⁰

Nicméně, vzhledem k existenci mnohem flexibilnějšího smluvního typu smlouvy o uložení cenných papírů se tento smluvní typ v praxi téměř nevyskytuje.

3.4 Smlouva o uložení cenných papírů

V souvislosti s narůstající globalizací finančních trhů je možno investovat do cenných papírů prakticky z celého světa.³²¹ Pokud se proto např. český investor rozhodne investovat do zahraničních cenných papírů a nechce si složitě a nákladně otvírat účet přímo u zahraničního centrálního deponitáře, uzavírá v praxi smlouvu o uložení cenných papírů (*custody agreement*)³²² s investiční bankou, která pro něj předtím obstarala nákup takových zahraničních cenných papírů. Na základě této smlouvy bude banka držet cenné papíry zákazníka na svém účtu u zahraničního custodiana, povede majetkový účet zákazníka ve své navazující evidenci, bude cenné papíry zákazníka spravovat, a bude provádět vypořádání obchodů, které s nimi zákazník provede.³²³

Smlouvou o uložení cenných papírů³²⁴ se zavazuje opatrovatel (investiční banka) převzít cenný papír, aby jej uložil a spravoval, a uložitel (zákazník) se zavazuje zaplatit za to úplatu.³²⁵

³²⁰ § 36 odst. 8 ZCP.

³²¹ Proces globalizace implikuje nové možnosti diverzifikace investičních portfolií a vlastních obchodů investičních bank, což se může kladně projevat ve snaze o snížení nebezpečí výrazných změn příjmů těchto institucí. Srov. POLOUČEK, S. *Peníze, banky, finanční trhy*. 1. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 301. Nicméně, někteří autoři vidí v globalizaci i hrozby, neboť s globalizací narůstá také vzájemná ekonomická propojenost ekonomických subjektů, čímž se zvyšuje i provázanost všech národních finančních a ekonomických systémů, takže porucha v jednom regionu může spustit tzv. dominový efekt s negativním dopadem na celosvětový finanční trh. Srov. REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. 3. vyd. Ostrava : Key Publishing, 2011, s. 672.

³²² Investování do zahraničních cenných papírů je proto v praxi vždy spojeno se současným uzavřením smlouvy o uložení cenných papírů.

³²³ Srov. např. PLÍVA, S., ELEK, Š., LIŠKA, P., MAREK, K. *Bankovní obchody*. Praha : ASPI, 2009, s. 143.

³²⁴ Nazývanou některými autory též „smlouva deponitní“, srov. např. ZIEBE, J., HUMLOVÁ, O. *Nová právní úprava cenných papírů v České republice. Právní rozhledy*. 1993, č. 1, s. 6 an.

³²⁵ § 37 odst. 1 ZCP. Nicméně, bude-li smlouva o uložení cenných papírů uzavřena jako bezúplatná, půjde o inominátní kontrakt, u něhož se na otázky smlouvou neupravené užijí analogicky ustanovení ObčZ o smlouvě o úschově (§ 747 an. ObčZ) a o smlouvě příkazní (§ 724 an. ObčZ). Srov. KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 407.

Vzhledem k tomu, že ve svém obsahu tato smlouva vlastně slučuje dva samostatné smluvní typy rozebrané v předchozích částech této kapitoly, neupravuje ZCP výslovně všechny otázky vztahující se k této smlouvě, ale odkazuje na přiměřené použití ustanovení o smlouvách o úschově a o správě cenných papírů, které byly diskutovány výše.³²⁶ Uložení je tedy spojením úschovy a správy cenných papírů s odpovídajícími právy a povinnostmi na straně investiční banky, resp. jejího zákazníka.

Custody smlouva je proto v praxi nejčastějším typem smluv, které se v oblasti depotních služeb uzavírají.

3.5 Imobilizace cenných papírů

Emitent cenných papírů může také uzavřít smlouvu o uložení cenných papírů do hromadné úschovy.³²⁷ Pak tyto cenné papíry existují v listinné podobě, ale jsou fakticky zaknihovány. V den vydání se totiž nepředávají nabyvatelům, ale schovatelí. Mluvíme o tzv. imobilizovaných cenných papírech; ty jsou vydány dnem předání listiny ve prospěch jejího majitele schovatelí do hromadné úschovy.³²⁸

Na imobilizované cenné papíry se přiměřeně použije právní úprava platná pro zaknihované cenné papíry.³²⁹ Na rozdíl od zaknihovaných cenných papírů však má vlastník imobilizovaného cenného papíru právo požadovat na emitentovi, aby mu bez zbytečného odkladu cenný papír vydal.³³⁰

Účelem imobilizace je tedy nejen zajištění ochrany listinných cenných papírů prostřednictvím jejich úschovy (uložení), ale i zlevnění manipulace s nimi. Představuje tak možnou alternativu pro ty emitenty, kteří chtějí zachovat listinnou podobu jimi emitovaných cenných papírů a současně využít všechny výhody, které vyplývají pro cenné papíry zaknihované při nakládání s nimi.

³²⁶ § 37 odst. 2 ZCP.

³²⁷ Srov. § 38 odst. 1 ZCP.

³²⁸ Srov. KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 68.

³²⁹ O imobilizovaných cenných papírech vede evidenci CDCP podle § 91 an. ZPKT, což znamená také stejný způsob obchodování s nimi, tzn. prostřednictvím účtů, na nichž jsou cenné papíry registrovány pro jejich jednotlivé vlastníky a s využitím zápisů převodů cenných papírů na těchto účtech.

³³⁰ Srov. § 38 odst. 3 ZCP.

4 Operace související s obhospodařováním majetku

Přestože je v ZCP společně s depotními smlouvami upravena také smlouva o obhospodařování cenných papírů,³³¹ jde o specifickou operaci, což je akcentováno také jiným typem investiční služby podle ZPKT – jde o hlavní investiční službu *obhospodařování majetku zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání.*

Obchody v oblasti správy aktiv lze rozdělit podle zákazníků na personální a institucionální. Při personální správě aktiv se portfolio manažeři zaměřují na řízení osobních účtů fyzických osob. Portfolio manažer vystupuje jako agent svého zákazníka³³² při výběru mzdy, inkasu dividend, úroků, úhradě závazků, nákupu nebo prodeji investičních instrumentů. Institucionální správa aktiv je zaměřena na správu aktiv institucionálních investorů, typicky penzijních, investičních a podílových fondů.³³³

Je patrné, že půjde o nadstandardní službu podobnou tzv. privátnímu bankovníctví, kdy se o daného zákazníka stará přidělený (investiční) bankéř, resp. asset/portfolio manager, což determinuje nejen výši poplatků, ale také presumuje určitý objem majetku zákazníka. Správa aktiv je tedy primárně založena na důvěře mezi portfolio manažerem a zákazníkem, ze které vyplývá, že portfolio manažer musí spravovat svěřené prostředky v co nejlepším zájmu svého zákazníka.³³⁴

U této služby je výrazně rozšířena diskrece investiční banky. Aniž by totiž bance zákazník musel dávat jakékoli pokyny, banka obchoduje (kupuje a prodává) na základě předem dohodnuté investiční strategie se zákazníkem na jeho účet investiční nástroje, a to za účelem co největšího zhodnocení jeho majetku. Volba investiční strategie pro zákazníka bývá odvozena od tzv. (i) testu vhodnosti (*suitability test*, ve kterém zákazník definuje své investiční cíle, finanční situaci a znalosti a zkušenosti z oblasti

³³¹ Takovému obhospodařování se říká *asset management* či *portfolio management*.

³³² Spravovaný majetek obvykle zůstává ve vlastnictví zákazníka, přičemž je spravován na jeho účet a riziko a je od majetku investiční banky oddělen. Toto oddělení chrání zákazníka před případným úpadkem investiční banky, neboť jeho majetek se nestává součástí majetkové podstaty investiční banky, která by se ocitla v úpadku. K tomuto srov. např. také závěry rozhodnutí Nejvyššího soudu České republiky sp. zn. 29 Odo 3132/2008 ze dne 25. srpna 2009.

³³³ Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, ss. 215-217.

³³⁴ Správa investičního portfolia musí být prováděna kvalifikovaně a poctivě, a to na základě nejmodernějších poznatků, posouzení všech souvislostí a s využitím všech dostupných informací. Doslova odstrašujícím příkladem porušení obezřetnostního přístupu při správě aktiv zákazníků je případ B. Madoffa, který je považován za největší podvod v dějinách investování. Srov. *ibid*, s. 219.

investování), resp. (ii) testu přiměřenosti (*appropriateness test*, který vyhodnocuje vhodnost a přiměřenost jiných investičních služeb).³³⁵ Výkonnost zákaznickova portfolia se měří pomocí tzv. *benchmarku*, kterým může být např. tržní index.³³⁶

Tento typ operací odráží již zmíněná smlouva o obhospodařování cenných papírů upravená v ZCP, která musí být vyhotovena, stejně jako ostatní smluvní typy podle ZCP, v písemné formě.³³⁷

Při obhospodařování investičních „instrumentů“,³³⁸ může být obhospodařovatelem jen investiční banka, která je povinna obstarávat koupě, prodeje, jakož i prvotní nabytí (tj. upsání) cenných papírů, a nestanovi-li smlouva jinak, též vykonávat činnosti související s úschovou a správou cenných papírů, a to s cílem zabezpečit dlouhodobě odbornou péči o majetek zákazníka.³³⁹

Zákaznickým majetkem se obecně rozumí nejen veškeré peněžní prostředky a veškeré investiční nástroje svěřené investiční bance na základě některé ze smluv, pomocí které dochází k poskytnutí některé investiční služby, ale také veškeré peněžní prostředky a investiční nástroje nabyté použitím (tj. zejména prodejem, koupí či směnou) těchto peněžních prostředků a investičních nástrojů v rámci poskytování té které investiční služby, jakož i výnosy z těchto svěřených peněžních prostředků a investičních nástrojů.³⁴⁰

Další obsah této smlouvy není ZCP vymezen, ale je odkázáno přiměřenou aplikací ustanovení upravující komisionářskou, resp. mandátní smlouvu o obstarání koupě nebo prodeje cenných papírů, a případně též smlouvu o úschově, resp. správě cenných papírů.³⁴¹ Tyto odkazy dělají ze smlouvy o obhospodařování cenných papírů jakousi smlouvu smíšenou, o jejímž praktickém významu se někteří autoři vyjadřují velmi kriticky.³⁴²

³³⁵ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. 2. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 752.

³³⁶ Srov. např. REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. 3. vyd. Ostrava : Key Publishing, 2011, s. 443 nebo PLÍVA, S., ELEK, Š., LIŠKA, P., MAREK, K. *Bankovní obchody*. Praha : ASPI, 2009, s. 145.

³³⁷ § 37a odst. 2 ZCP.

³³⁸ Srov. § 37a odst. 3. Zde měl zákonodárce terminologicky na mysli nejspíše investiční „nástroje“ podle § 3 ZPKT.

³³⁹ Srov. § 37a odst. 3 a 4 ZCP a v podrobnostech např. ŠVESTKA, J., DVORÁK, J. a kol. *Občanské právo hmotné* 2. 5. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2009, s. 332.

³⁴⁰ Srov. závěry rozhodnutí Nejvyššího soudu České republiky sp. zn. 29 Odo 242/2006 ze dne 30. srpna 2006.

³⁴¹ § 37a odst. 6 ZCP.

³⁴² Srov. např. Raban a Hanák in KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 409.

Asset management v České republice má přirozeně vzhledem k podstatně odlišnému dlouhodobému ekonomickému vývoji a nižší kumulaci kapitálu u soukromých subjektů výrazně menší význam než v zemích, kde bylo soukromé vlastnictví ve 20. století standardem.³⁴³ Nicméně, v praxi investičních bank zde působících jde o obvyklou službu.

³⁴³ Srov. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, s. 218.

5 Převodní operace

V souvislosti s operacemi obstaravatelskými vyplynulo, že uzavřením komisionářské smlouvy může dojít k podání určitého pokynu, jehož realizací je vznik smlouvy o koupi či prodeji cenného papíru. Uzavřením této „prováděcí“ smlouvy se již cenné papíry převádí z prodávajícího na kupujícího, tj. dochází k jejich převodu.³⁴⁴ K převodu cenného papírů ovšem může dojít také prostřednictvím převodu bezúplatného či prostřednictvím půjčky cenných papírů. Obecně lze tedy říci, že převodní operace s cennými papíry představují typ dispozic, při nichž je převáděno vlastnictví k těmto cenným papírům³⁴⁵ na jinou osobu.³⁴⁶

Všechny výše uvedené případy smluvně upravuje opět ZCP, který rozeznává smlouvy o úplatném a bezúplatném převodu cenných papírů³⁴⁷ a o půjčce cenných papírů.³⁴⁸ Vedle těchto smluv se v praxi vyskytují i další (smluvní) dispozice, zákonem neupravené, při nichž přechází vlastnictví cenných papírů na jinou osobu. Může jít např. o smlouvu směnnou.³⁴⁹ Nicméně, zde je vhodné upozornit na skutečnost, že účinky převodu zaknihovaných cenných papírů nejsou upraveny prostřednictvím ZCP, ale prostřednictvím ZPKT,³⁵⁰ podle kterého dochází k převodu vlastnictví v okamžiku zápisu do evidence na příslušný majetkový účet investiční banky vedeném u CDCP, který má konstitutivní účinek. Majitel tohoto účtu (investiční banka) je pak povinna neprodleně zapsat tuto změnu ve své navazující evidenci na účet příslušného zákazníka (účet vlastníka) k okamžiku zápisu na její účet (účet zákazníků).³⁵¹

³⁴⁴ V této souvislosti je dobré upozornit na skutečnost, že při prodeji cenných papírů prostřednictvím investiční banky jako komisionáře získává kupující vlastnické právo od komitenta (zákazníka banky) jako jejich vlastníka a ne od této investiční banky, která obchod pouze zprostředkovává. Srov. rozhodnutí Nejvyššího soudu České republiky sp. zn. 29 Odo 1/2004 ze dne 26. října 2004. Totéž platí obráceně u tzv. kupní komise, srov. závěry rozhodnutí Nejvyššího soudu České republiky sp. zn. 29 Odo 3132/2008 ze dne 25. srpna 2009.

³⁴⁵ Srov. text v první kapitole první části této práce, který se blíže věnoval otázce povahy cenných papírů a vlastnického práva k nim.

³⁴⁶ Podobně jako u vydání cenného papíru se presumuje dobrá víra v případě osoby, která se stane vlastníkem cenného papíru na základě převodu tohoto papíru od jeho nevlastníka. Srov. § 20 ZCP.

³⁴⁷ § 13 odst. 1, resp. odst. 2 ZCP.

³⁴⁸ § 16a ZCP.

³⁴⁹ Srov. KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, s. 363.

³⁵⁰ § 96 ZPKT.

³⁵¹ Srov. také § 94 odst. 1 ZPKT a PLÍVA, S. *Obchodní závazkové vztahy*. 2. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2009, s. 324.

Stejně jako u jiných smluvních dispozic, které mají za následek převod vlastnického práva, i u smluv o převodu cenných papírů se uplatní obecná povinnost pro převádějího cenný papír převést a pro kupujícího ho převzít a zaplatit kupní cenu. Protože ale investiční banka obstarává (zprostředkovává) téměř výhradně převodní operace se zaknihovanými cennými papíry, odpadá vzhledem k imateriální povaze takových cenných papírů povinnost je fyzicky předávat nabyvateli (jako u listinných cenných papírů na majitele), příp. je ještě indosovat (jako u listinných cenných papírů na řad).

Ať už se realizuje převod cenných papírů na základě kterékoli z výše uvedených smluv, není předpokladem jejich platnosti skutečnost, zda je prodávající vlastníkem (majitelem) cenných papírů, které jsou předmětem prodeje.³⁵²

5.1 Smlouva o úplatném převodu (koupi) cenných papírů

Tato smlouva, která byla v minulosti ZCP nazývána jako „smlouva o koupi cenných papírů“,³⁵³ se řídí úpravou smlouvy kupní podle ObchZ,³⁵⁴ pokud ze zákona či z povahy věci nevyplývá něco jiného.³⁵⁵ Tento odkaz, podobně jako u jiných smluvních typů, kterým se věnovaly kapitoly výše, má za následek, že v ZCP nejsou výslovně určeny práva a povinnosti smluvních stran. Nicméně, právě odkazem na kupní smlouvu podle ObchZ je možné dovodit, že obligatorní náležitostí takové smlouvy bude kromě určení kupní ceny a převáděných cenných papírů také závazek prodávajícího dodat cenné papíry kupujícímu a převést na kupujícího vlastnické právo k nim a tomu odpovídající závazek kupujícího zaplatit za tyto cenné papíry kupní cenu a převzít je.³⁵⁶

Prodávajícím je zpravidla investiční banka, která jako komisionář obstarává prodej cenného papíru na účet jeho vlastníka, zatímco kupujícím je jiná investiční

³⁵² Na tomto principu jsou postaveny zejména tzv. termínové obchody, ve kterých se prodávající teprve v budoucnu zavazuje dodat cenné papíry, přičemž je smluvními stranami považováno za samozřejmé, že si je teprve opatří. Prodávající u tohoto obchodu vychází, že v době plnění budou prodávány cenné papíry k máni za nižší cenu, než za kterou se je zavázal dodat (spekuluje tedy na jejich pokles jako u *short-sellingu* realizovaného prostřednictvím smlouvy o půjčce cenných papírů, viz dále). V tomto směru srov. také závěry rozhodnutí Vrchního soudu v Praze sp. zn. 5 Cmo 423/97 ze dne 24. března 1998.

³⁵³ Srov. § 13 odst. 2 ZCP ve znění účinném do 30. června 2008, než nabyl účinnosti zákon č. 230/2008 Sb., který ZCP novelizoval a odkaz na tento název (společně s celým původním odstavcem 2) odstranil.

³⁵⁴ § 409 an. ObchZ.

³⁵⁵ § 13 odst. 1 ZCP.

³⁵⁶ Srov. např. ŠVESTKA, J., DVOŘÁK, J. a kol. *Občanské právo hmotné 2.* 5. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2009, s. 327.

banka, která zase pro svého zákazníka na jeho účet takový cenný papír kupuje (kupujícím ale může být i jakákoli právnická nebo fyzická osoba, do jejíhož majetku je cenný papír převáděn).

K platnosti této smlouvy ZCP vyžaduje, aby v ní byly určeny převáděné cenné papíry a jejich kupní cena.³⁵⁷ U zaknihovaných (zastupitelných) cenných papírů bude v pokynu zákazníka k jejich převodu spočívat určení cenných papírů ve specifikaci jejich druhu a nominální hodnoty a bude uvedeno, kolik kusů takových cenných papírů je předmětem převodu. Kupní cena bude zpravidla určena tak, že bude reflektovat kurz cenného papíru na burze k okamžiku uzavření smlouvy.³⁵⁸

Ke vzájemnému vypořádání závazků z této kupní smlouvy v souvislosti s investičními nástroji dochází v elektronické podobě během velmi krátké chvíle prostřednictvím metody DvP (viz výše), což výrazně snižuje riziko selhání protistrany obchodu.³⁵⁹

5.2 Smlouva o bezúplatném převodu cenného papíru

Tento smluvní typ ZCP podřizuje úpravě smlouvy darovací podle ObčZ,³⁶⁰ pokud ze zákona nebo z povahy věci nevyplývá nic jiného.³⁶¹

To znamená, že v ZCP opět nejsou vymezeny bližší náležitosti této smlouvy týkající se jejího obsahu, resp. práv a povinností pro smluvní strany z ní vyplývající. Na základě odkazu na ObčZ lze usoudit, že se touto smlouvou dárce zavazuje bezplatně převést na obdarovaného cenné papíry (příp. mu jejich převod slíbí) a obdarovaný tyto cenné papíry nebo slib přijímá.

Přestože se v praxi investiční banky darování cenných papírů mezi jednotlivými investory prakticky nevyskytuje,³⁶² je darování cenných papírů aktuálním tématem ve vztahu k CDCP, resp. k těm cenným papírům, které jejich vlastníci pro sebe považují

³⁵⁷ § 13 odst. 1 *in fine* ZCP.

³⁵⁸ Srov. KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, ss. 366-369.

³⁵⁹ Srov. blíže např. ELEK, Š. Nominee účty a fiduciární správa cenných papírů. *Právní rozhledy*. 2002, č. 8.

³⁶⁰ § 628 an. ObčZ.

³⁶¹ § 13 odst. 2 ZCP.

³⁶² Mezi investorskou veřejností si opravdu neumím představit nějakého mecenáše, který by dobrovolně rozdával cenné papíry ze svého portfolia.

za nehodnotné nebo jejichž hodnota není na kapitálovém trhu známa.³⁶³ V takovém případě mají vlastníci, pokud nechtějí platit CDCP za vedení emise svých cenných papírů žádné poplatky, možnost obrátit se na vybranou skupinu investičních bank, které CDCP v této věci zastupují, a to za účelem darování těchto cenných papírů do Nadačního fondu CDCP.³⁶⁴ Do budoucna se počítá s možností, aby se vlastníci takových cenných papírů obrátili na CDCP přímo, bez nutnosti obracet se na investiční banky a platit jim poplatek za sjednání darovací smlouvy.³⁶⁵ Nicméně, ke konci března 2012 k tomuto kroku zatím podle všeho stále nedošlo.

5.3 Smlouva o půjčce cenných papírů

ZCP doplňuje smluvní podtypy sloužící k dispozicím s cennými papíry, resp. s vlastnickým právem k nim, o smlouvu o půjčce cenných papírů. Jedná se o smlouvu, jíž se zavazuje věřitel, že převede na dlužníka určitý počet zastupitelných cenných papírů, a dlužník se oproti tomu zavazuje převést na věřitele po uplynutí sjednané doby stejný počet zastupitelných cenných papírů a zaplatit za půjčení cenu, pokud byla její výše sjednána,³⁶⁶ a to i tak, že místo ceny v penězích lze sjednat závazek převést na věřitele větší počet zastupitelných cenných papírů, než kolik jich bylo převedeno na dlužníka.

Tato smlouva by tedy měla specifikovat půjčované cenné papíry a jejich počet, stejně jako dobu, na niž jsou cenné papíry půjčovány. Dlužník, na něhož byly na základě smlouvy cenné papíry převedeny, se po takovou dobu stává jejich vlastníkem, což mu umožňuje vypůjčené cenné papíry užívat, a také s nimi nakládat.

³⁶³ Tj. „bezcné“ cenné papíry.

³⁶⁴ CDCP na svých stránkách uvádí, že s ohledem na fakt, že české právo neumožňuje majiteli zaknihovaného cenného papíru tento cenný papír opustit, zůstává jediným reálným způsobem pozbytí vlastnictví cenného papíru jeho převod, obvykle realizovaný prodejem. V případě nehodnotného cenného papíru je však jeho prodej málo pravděpodobný. CDCP tedy v zájmu umožnění pozbytí dále nechtěného vlastnictví zřídil Nadační fond CDCP (NF), kterému je možné cenné papíry darovat. V takovém případě se CDCP transparentně, prostřednictvím investičních bank, pokusí darované cenné papíry prodat a z jejich výnosu podporovat vzdělávací, výchovné a sociální programy mládeže, poskytovat pomoc lidem při odstraňování následků živelných událostí či pomáhat lidem v tísní. Prostředky ve fondu jsou tedy přísně účelově vázány. Darování cenného papíru je možné na základě uzavření darovací smlouvy podle § 628 an. ObčZ. Srov. Nadační fond CDCP. *Centrální depozitář cenných papírů, a.s.* [online]. [cit. 2012-03-24]. Dostupné z: <<http://www.cdcp.cz/dokument.aspx?k=Nadacni-Fond-CDCP>>.

³⁶⁵ Srov. S darováním akcií počkejte na příští rok. Ušetříte až 500 korun. *IDnes.cz* [online]. 6. prosince 2011 [cit. 2012-01-13]. Dostupné z: <http://finance.idnes.cz/neprodejne-akcie-lze-darovat-na-charitu-zdarma-ale-az-od-ledna-p5v-/inv.aspx?c=A111202_155657_viteze_bab>.

³⁶⁶ § 16a ZCP.

Konkrétní podmínky rozsahu těchto práv dlužníka si smluvní strany zpravidla blíže specifikují smluvně.³⁶⁷

Dle ZCP vyplývá možnost uzavření této smlouvy buď jako úplatné nebo bezúplatné. V případě, že se smluvní strany dohodnou na úplatě, budou se řídit závazkové vztahy smluvních stran z takové smlouvy příslušnými ustanoveními ObchZ;³⁶⁸ u smlouvy bezúplatné se zase zpravidla uplatní úprava obsažená v ObčZ.³⁶⁹

V praxi investiční banky dochází k uzavírání takovýchto smluv zvláště v souvislosti s krátkými obchody (*short-selling*), o kterých byla řeč v souvislosti s typy *brokerage* obchodů výše, což opět poukazuje na vzájemnou provázanost všech investičních služeb, které investiční banky svým zákazníkům poskytují.

³⁶⁷ Srov. KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, ss. 377-378.

³⁶⁸ Neboť jde o tzv. absolutní obchod podle § 261 odst. 3 písm. c) ObchZ.

³⁶⁹ K tomu odkazu na § 657 ObčZ se někteří autoři staví poněkud kriticky, neboť v něm vidí porušení § 261 odst. 6 ObchZ. Srov. např. PLÍVA, S. *Obchodní závazkové vztahy*. 2. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2009, s. 324, s. 325.

III. ÚPRAVA CENNÝCH PAPIRŮ DE LEGE FERENDA ANEB CHYSTANÉ ZMĚNY V SOUVISLOSTI S REKODIFIKACÍ SOUKROMÉHO PRÁVA

Analýza nejběžnějších druhů operací v předchozí části této práce vychází z velké míry z úpravy jednotlivých smluvních typů v ZCP. Vzhledem k tomu, že české obligační právo má být brzy sjednoceno, dojde ke zrušení ZCP, s čímž se pojí určité změny, jejichž základní výčet ve vztahu k právní úpravě cenných papírů jsou přiblíženy níže.

V souladu s rekodifikací soukromého práva dojde k přesunutí některých ustanovení ZCP do NObčZ. Tento přesun ovšem proběhne s poměrně podstatnými úpravami oproti stávající právní úpravě, z nichž některé mohou působit dokonce revolučně, což bude ještě více umocněno novou úpravou práva obchodních společností (ZOK), která zavede nové druhy cenných papírů.³⁷⁰

Vůbec poprvé dojde v historii právního řádu České republiky k zavedení obecné definice cenného papíru.³⁷¹ Půjde tedy o obecné vymezení listinného cenného papíru, což bude mít dopad na právní povahu cenného papíru zaknihovaného (viz dále). Kromě toho má vymezení obecné definice, resp. pojmových znaků cenného papíru v ní uvedených, za následek i to, že je možné vydávat i nepojmenované cenné papíry, které výše uvedené pojmové definiční znaky naplní, a to i přesto, že žádný právní předpis explicitně takový druh cenného papíru upravovat nebude.³⁷² Z hlediska povahy cenného papíru dojde rovněž k posunu, neboť cenný papír bude nově považován za věc a nikoli (jako doposud) za jinou majetkovou hodnotu.³⁷³

Jisté změny lze vysledovat také v institutu formy cenného papíru, který sice NObčZ přebírá,³⁷⁴ ale také nově modifikuje prostřednictvím domněnek, které se mají uplatnit v případě, že forma cenného papíru není výslovně uvedena v jeho textu.³⁷⁵

³⁷⁰ Např. u akciové společnosti budou existovat tzv. kusové akcie (srov. § 257 ZOK) nebo společnosti s ručením omezeným vzniká tzv. kmenový list (srov. § 137 ZOK).

³⁷¹ Srov. § 514 NObčZ, který stanoví, že: „*Cenný papír je listina, se kterou je právo spojeno takovým způsobem, že je po vydání cenného papíru nelze bez této listiny uplatnit ani převést.*“

³⁷² Dochází tedy ke kodifikaci závěru, který byl již zmíněn v souvislosti s emisními operacemi v první kapitole druhé části. Srov. také Úřední sdělení ČNB (*k vydávání cenných papírů neupravených českým právním řádem*) ze dne 10. září 2007.

³⁷³ Srov. § 489 NObčZ, který stanoví, že: „*Věc v právním smyslu [...] je vše, co je rozdílné od osoby a slouží potřebě lidí.*“

³⁷⁴ Tj. bude existovat forma na doručitele, na řadu a na jméno. Srov. § 518 odst. 1 NObčZ.

Velmi podstatnou změnou je nová koncepce rozlišování institutu cenného papíru a zaknihovaného cenného papíru, což se projeví v určitých ohledech v jejich různé úpravě. Zaknihovaný cenný papír, jako pouhý zápis v určité evidenci bez jakéhokoli hmotného substrátu, totiž nebude pouze jednou možnou podobou cenného papíru, půjde totiž o samostatný institut postavený naroveň institutu (obecného, listinného) cenného papíru.³⁷⁶ V takovém případě ovšem vznikají otázky, proč volil zákonodárce i u tohoto záznamu pojem „cenný papír“.³⁷⁷ Ztrácí se tak význam rozlišování cenného papíru podle podoby. Listinný cenný papír a zaknihovaný cenný papír již nebudou dvě podmnožiny téhož pojmu „cenný papír“, nýbrž dvě rovnocenné kategorie věcí movitých.³⁷⁸

V některých ohledech je nová úprava volnější – v případě zástavního práva váz noucího na cenném papíru, který byl přijat k obchodování na regulovaném trhu v rámci EU, např. odpadá nutnost realizovat jeho prodej prostřednictvím investiční banky,³⁷⁹ nebo jsou zrušeny zákazy vícenásobného zastavení cenného papíru,³⁸⁰ příp. podzástavního práva k cennému papíru,³⁸¹ což souvisí s novým pojetím cenného papíru jako věci (viz výše), u které tyto instituty standardně využívat lze.

Jak již bylo uvedeno výše, sjednocením obligačního práva dochází ke zrušení ZCP, tzn. také ke zrušení smluvních typů zde upravených. Kromě jedné výjimky³⁸² budou tedy běžně ostatní smlouvy týkající se cenných papírů uzavírány v rámci

³⁷⁵ Srov. dvě domněnky v § 518 odst. 2 NObčZ, které mohou (a nejspíše budou) vyvolávat různé výkladové problémy, které jsou podrobněji rozebrány např. v PILKOVÁ, J. Právní úprava cenných papírů v návrhu nového občanského zákoníku. *Obchodněprávní revue*. 2011, č. 8, s. 238 an.

³⁷⁶ Rozlišování různého pojetí listinných a zaknihovaných cenných papírů je možné sledovat v teorii i praxi již dnes (srov. předchozí výklad). A protože NObčZ se snaží právě na současnou praxi reagovat, zůstává většina současných principů úpravy zaknihovaných cenných papírů rekonstrukcí nedotčena.

³⁷⁷ Může jít např. o snahu zachovat kontinuitu zažitě právní terminologie, nicméně jako vhodnější se nabízí nepracovat vůbec s pojmem „papír“, ale např. s pojmem „cenné právo“ (*Wertrecht*), jak je tomu např. u dematerializovaných cenných papírů v německém právním řádu. Inspiraci je možné nalézt v tomto směru také u země z oblasti *common law*, kde existuje tzv. „nárok na cenné papíry“ (*securities entitlement* v americkém právu nebo tzv. *interest in securities* v právu anglickém); K tomu blíže srov. ELEK, Š. Cenné papíry držené skrze prostředníky. *Právní rozhledy*. 2005, č. 21, s. 774 an.

³⁷⁸ Pro bližší analýzu srov. ČECH, P. Akcie ve víru rekonstrukce aneb nevtělené, zaknihované a kusové akcie v návrhu zákona o obchodních korporacích. *Obchodněprávní revue*. 2011, č. 10, s. 294 an.

³⁷⁹ Srov. § 1359 odst. 1 *in fine* NObčZ.

³⁸⁰ Srov. § 39 odst. 2 ZCP.

³⁸¹ Srov. § 39 odst. 1 ZCP.

³⁸² Srov. § 2409 an. NObčZ upravující úschovu cenných papírů, resp. tento smluvní typ.

některého z obecných smluvních typů podle NObčZ, případně jako smlouvy inominátní.³⁸³

Společně s účinností NObčZ, která je v současné době předpokládána k 1. lednu 2014, dojde na jedné straně k modernizaci právní úpravy cenných papírů, která může pomoci vyjasnit určité výkladové problémy, což bude mít pro praxi pozitivní účinky. Nicméně, s ohledem na rozsah této zásadní rekodifikace dojde jistě i k ovlivnění fungování investičních bank v České republice, které budou muset této nové úpravě nejen přizpůsobit své procesy, ale též upravit svou smluvní dokumentaci, na jejímž základě dojde jistě k vytvoření nových, nejen výkladových, ale i praktických problémů, což může mít za následek jistou míru právní nejistoty jak pro tyto investiční banky, tak pro její zákazníky.

³⁸³ Srov. PILKOVÁ, J. Právní úprava cenných papírů v návrhu nového občanského zákoníku. *Obchodněprávní revue*. 2011, č. 8.

Závěr

Základním pojmem v oblasti investičního bankovníctví je cenný papír, který je v současné době vymezen pouze doktrinárně, neboť obecně závazná definice se v současném českém pozitivním právu nevyskytuje. Přestože vznikla otázka, jakou povahu cenný papír vlastně má, což bylo umocněno také vznikem jeho imateriální podoby, lze pomocí analýzy jeho charakteristických znaků dospět k závěru, že jde o jinou majetkovou hodnotu, na kterou se analogicky aplikují ustanovení o věcech movitých.

Pro svou praktičnost, umožněnou pouhými záznamy v zákonem vedené evidenci, která odbourává mnohdy kostrbaté formální požadavky spojené s nakládáním s listinnými cennými papíry, získala dematerializovaná povaha cenných papírů natolik velkou oblibu, že se stala primárním objektem vztahů v elektronizovaném světě dnešního (i českého) investičního bankovníctví, kde by při současných objemech transakcí nebylo nakládání s listinnými cennými papíry představitelné.

Druhy cenných papírů, které se v České republice vyskytují, jsou upraveny v jednotlivých obecných a zvláštních právních předpisech, které jsou po přistoupení České republiky do EU terčem neustálých změn vyplývajících z pilné evropské normotvorby. Nicméně, samotné druhy, jejichž demonstrativní výčet nalézáme v ZCP, jsou poměrně stálé. Demonstrativnost výčtu je úmyslem zákonodárce, který se zřejmě snaží poskytnout praxi určitou flexibilitu s ohledem na nové druhy cenných papírů, které v rámci tzv. „finančních inovací“ neustále vznikají.

Výše uvedené rozlišování cenných papírů podle podoby není jediným třídícím kritériem. Dalšími jsou např. třídění podle formy (jejíž využití u dematerializovaných cenných papírů je víceméně irelevantní) nebo podle své způsobilosti být předmětem investic. Při operacích prováděných investičními bankou jsou ve většině případů využívány dematerializované středně- či dlouhodobé investiční cenné papíry.

Tyto investiční cenné papíry jsou předmětem nejrůznějších investičních služeb, které determinují rozsah podnikatelské působnosti investičních bank a které zároveň vymezují jednotlivé druhy operací, které mohou takové banky s těmito cennými papíry provádět. Operací s cennými papíry se dotýkají pouze určité investiční služby, přičemž v rámci té které operace dochází zpravidla k jejich prolínání a určité kombinaci.

Provádění operací s investičními cennými papíry, resp. poskytování investičních služeb, se odehrává na trhu cenných papírů, který je společně s trhem bankovním součástí trhu finančního, jehož hlavní rolí je alokace volných peněžních prostředků mezi přebytkovými a deficitními jednotkami. Tato dvoukolejnost finančního zprostředkování kapitálu odráží také základní dělení bank na komerční a investiční.

Investiční bankovníctví se vyskytuje ve dvou základních modelech, které jsou patrné i v České republice. Nicméně, dvojitá možnost uspořádání vztahů v investičním bankovníctví může působit poněkud matoucím dojmem, protože u určitých subjektů je možné hovořit jako o investičních bankách, aniž by byly právně vzato bankami. Tato terminologická nejasnost pramení pravděpodobně z toho, že v České republice se nejspíše z důvodů historické kontinuity používá pro investiční banku pojem „obchodník s cennými papíry“. V České republice tedy dochází k rozlišení bankovních a nebankovních obchodníků s cennými papíry (tj. investičních bank). Ať už jde o kterýkoli výše uvedený model investiční banky působící v České republice, je u obou patrná jejich zvýšená regulatorika oproti standardním podnikatelským subjektům působícím ve stejné právní formě.

Investiční banky nepůsobí na regulovaném finančním trhu (resp. trhu cenných papírů) izolovaně. Pro fungování tohoto trhu jsou obecně nezbytné také další instituce, zejména burza cenných papírů jako organizátor tohoto regulovaného trhu a centrální depozitář jako evidenční a vypořádací centrum. Přestože centrální depozitář na svůj start čekal poměrně dlouho, od poloviny roku 2010 již fungují v České republice obě tyto instituce. Nicméně, i přes své institucionální zabezpečení trpí český regulovaný (burzovní) trh tzv. „neúplností“, která se projevuje zejména nízkým počtem likvidních obchodovatelných emisí a v posledních letech také klesajícími objemy obchodů.

Přestože je český trh investičního bankovníctví v porovnání se jinými vyspělými trhy poměrně marginální, i zde se vyskytují standardní druhy operací, které jsou obvykle nabízeny investičními bankami jinde ve světě.

Primárním druhem operací, ke kterým s cennými papíry dochází, jsou operace emisní. Až po emisi, resp. vydání cenného papíru jeho prvním nabyvateli vzniká cenný papír, resp. práva a povinnosti s ním spojená, což je předpokladem k dalšímu nakládání s nimi. Při emisích se investiční banky nejčastěji realizují v pozici jejich vedoucího manažera, který zajišťuje jako emisní prostředník kompletní průběh emise, v průběhu

keré (kromě vyjednávání s emitentem) řídí celou řadu dalších subjektů od doprovodných investičních bank, přes finanční a právní poradce až po komunikaci s konečnými investory při umístění emise, která je prováděna soukromým či veřejným způsobem. Nákladnější a prestižnější je způsob veřejný, který ovšem s sebou přináší zvýšené regulační požadavky, zejména s ohledem na ochranu investorů.

Zřejmě nejčastějším typem operací prováděných investiční bankou jsou operace obstaravatelské (*brokerage*), jež jsou realizovány primárně na základě komisionářské smlouvy, která podrobně upravuje povinnosti investiční banky při provádění pokynů svých zákazníků při nakládání s cennými papíry. Kromě standardního zprostředkovatelského obchodu využívají zákazníci v rámci svých spekulací také tzv. maržové obchody, kdy spekulují jako tzv. „býci“ na vzestup kurzu cenného papíru, resp. tzv. krátké prodeje, u kterých naopak jako tzv. „medvědi“ spekulují na jeho pokles.

Při obstarávání obchodů s cennými papíry je běžné, že součástí balíčku služeb, které investiční banka svým zákazníkům poskytuje, jsou také služby (resp. operace) depotní, sloužící k zajištění správy cenných papírů, která se v současném globalizovaném světě využívá zejména ve formě tzv. *custody* smlouvy.

Institucionální a movitější retailoví zákazníci investičních bank využívají tzv. *asset management* jako určitou nadstavbu správy cenných papírů, při které je mezi investiční bankou a jejím zákazníkem dohodnuta investiční strategie, která při vzájemné důvěře bývá přetavena v poměrně širokou diskreci banky při nakládání se zákaznickovým majetkem, aniž by byly této bance předávány konkrétní pokyny.

Převodní operace jsou dovršením procesu *brokerage*, při které zpravidla vzniká tzv. prováděcí (kupní či prodejní) smlouva. Převod může být uskutečněn také formou darování, které se sice v praxi v podstatě nevyskytuje, ale může být nicméně efektivním prostředkem ve snaze zbavit se „bezpečných“ cenných papírů u již neobchodovaných emisí, kdy je možné tyto cenné papíry darovat Nadačnímu fondu CDCP. V souvislosti s tzv. krátkými prodeji je využíván i institut půjčení cenných papírů jako specifická operace, při níž také dochází k převodu vlastnického práva k cenným papírům.

Výše uvedené závěry tedy naplňují cíle stanovené v úvodu této práce, tj. přibližují problematiku investičního bankovníctví, definují operace, které investiční

banky v českém prostředí standardně s cennými papíry provádí, a konečně poskytují jakousi základní představu o tom, jak nahlížet na cenný papír z pohledu českého práva.

Nicméně, některé uvedené závěry doznají společně s účinností nové soukromoprávní úpravy českého práva (chystané na rok 2014) určitých korektur. Poprvé v historii právního řádu České republiky bude např. zavedena obecná definice cenného papíru s implicitním připuštěním vydávání také nepojmenovaných druhů cenných papírů. Dojde také k vyjasnění povahy cenného papíru, který bude považován za věc, a to se všemi věcněprávními důsledky. Dojde také k určité dichotomii v pojmu cenného papíru, kdy „zaknihovaný cenný papír“ bude samostatný institut odlišný od obyčejného „cenného papíru“, tj. nepůjde již o podmnožinu jednoho institutu, což by mělo mj. odrážet specifika dematerializovaných cenných papírů využívaných v investičním bankovníctví.

Aniž by tedy byl plánován nějaký výraznější zásah do regulatoriky investičních bank, která je upravena v ZKPT, dojde jistě k výraznému zásahu do sféry obligačněprávní, neboť zrušením ZCP vč. jím upravených smluvních typů, resp. sjednocením relativních majetkových práv v NObčZ, bude nejspíše nutné vytvořit novou smluvní dokumentaci k jednotlivým investičním službám, resp. operacím, které investiční banky v souvislosti s těmito službami nabízí.

Vzhledem k absenci výkladové judikatury, která bude vznikat až v letech následujících, tak může (a pravděpodobně bude) docházet po přechodné období nejen v oblasti českého investičního bankovníctví, ale také v dalších oblastech soukromého i veřejného právního života, k určité právní nejistotě.

Použité prameny a literatura

Právní předpisy:

1. zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon, v platném znění
2. zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, v platném znění
3. zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, v platném znění
4. zákon č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád, v platném znění
5. zákon č. 21/1991 Sb., o bankách, v platném znění
6. zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, v platném znění
7. zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, v platném znění
8. zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, v platném znění
9. zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, v platném znění
10. zákon č. 2/1993 Sb., o vyhlášení Listiny základních práv a svobod, v platném znění

Publikace:

1. BAKEŠ, M., KARFÍKOVÁ, M., KOTÁB, P., MARKOVÁ, H. a kol. *Finanční právo*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, 576 s. ISBN 978-80-7400-801-6.
2. ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P. *Základy financí*. 1. vyd. Praha : Grada, 2011, 304 s. ISBN 978-80-247-3669-3.
3. DVOŘÁK, P. *Bankovníctví pro bankéře a zákazníky*. 3. vyd. Praha : Linde, 2005, 681 s. ISBN 80-720-1515-X.
4. GERLOCH, A. *Teorie práva*. 5. vyd. Plzeň : Aleš Čeněk, 2009, 308 s. ISBN 978-80-7380-233-2.
5. HENDRYCH, D. a kol. *Správní právo. Obecná část*. 7. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, 875 s. ISBN 978-80-7400-049-2.
6. JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3.
7. JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4.
8. KINCL, J., URFUS, V., SKŘEJPEK, M. *Římské právo*. 2. vyd. Praha : C. H. Beck, 1995, 386 s. ISBN 80-7179-031-1.
9. KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha : C. H. Beck, 2010, 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.
10. KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, 447 s. ISBN 978-80-7179-454-7.
11. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.
12. PIHERA, V., SMUTNÝ, A., SÝKORA, P.: *Zákon o bankách. Komentář*. 1. vyd. Praha : C. H. Beck, 2011, 517 s. ISBN 978-80-7400-389-9.
13. PLÍVA, S. *Obchodní závazkové vztahy*. 2. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2009, 340 s. ISBN 978-80-7357-444-4.
14. PLÍVA, S., ELEK, Š., LIŠKA, P., MAREK, K. *Bankovní obchody*. Praha : ASPI, 2009, 220 s. ISBN 978-80-7357-433-8.

15. POLOUČEK, S. *Peníze, banky, finanční trhy*. 1. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009, 414 s. ISBN 978-80-7400-152-9.
16. REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. 3. vyd. Ostrava : Key Publishing, 2011, 689 s. ISBN 978-80-7418-128-3.
17. ŠVESTKA, J., DVOŘÁK, J. a kol. *Občanské právo hmotné 1*. 5. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2009, 460 s. ISBN 978-80-7357-468-0.
18. ŠVESTKA, J., DVOŘÁK, J. a kol. *Občanské právo hmotné 2*. 5. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2009, 552 s. ISBN 978-80-7357-473-4.
19. VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. 2. vyd. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2011, 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

Články:

1. ČECH, P. Akcie ve víru rekonstrukce aneb nevtělené, zaknihované a kusové akcie v návrhu zákona o obchodních korporacích. *Obchodněprávní revue*. Praha : C. H. Beck, 2011, č. 10. ISSN 1803-6554.
2. ČECH, P. Nařízení Evropské komise o podmínkách přípustného nabývání vlastních akcií a stabilizace kurzu. *Právní rozhledy*. Praha : C. H. Beck, 2004, č. 9. ISSN 1210-6410.
3. DĚDIČ, J. K návrhu zákona o zrušení listinných akcií na majitele. *Právní rozhledy*. Praha : C. H. Beck, 2009, č. 23. ISSN 1210-6410.
4. ELEK, Š. Cenné papíry držené skrze prostředníky. *Právní rozhledy*. Praha : C. H. Beck, 2005, č. 21. ISSN 1210-6410.
5. ELEK, Š. Nominee účty a fiduciární správa cenných papírů. *Právní rozhledy*. Praha : C. H. Beck, 2002, č. 8. ISSN 1210-6410.
6. ELEK, Š. Povinnost obchodníků s cennými papíry provádět pokyny zákazníků za nejlepších podmínek. *Obchodněprávní revue*. Praha : C. H. Beck, 2010, č. 1. ISSN 1803-6554.
7. HART, J., PIHERA, V. Nová právní úprava kapitálového trhu. *Právní rozhledy*. Praha : C. H. Beck, 2004, č. 11. ISSN 1210-6410.
8. HOLEČEK, M. Centrální depozitář cenných papírů zahájil činnost a probudil tak dosud dřímající moderní úpravu v oblasti kapitálových trhů. *Právní rozhledy*. Praha : C. H. Beck, 2010, č. 15. ISSN 1210-6410.
9. HOLEŠ, S. Nařízení o krátkých prodejkách a swapech úvěrového selhání. *Obchodněprávní revue*. Praha : C. H. Beck, 2012, č. 1. ISSN 1803-6554.
10. JANOVEC, M. Garanční fond obchodníka s cennými papíry. *Právní rádce*. Praha : Economia, 2009, č. 7. ISSN 1210-4817.
11. JANSÁ, L. Vydání akcie dle § 5 odst. 4 zákona o cenných papírech. *Bulletin advokacie*. Praha : Česká advokátní komora v Praze, 2006, č. 3. ISSN 1210-6348.
12. KOKEŠ, J. Lze směnku považovat za investiční nástroj? *Právní rozhledy*. Praha : C. H. Beck, 2005, č. 2. ISSN 1210-6410.
13. PIHERA, V. K některým aspektům majetkových práv k cenným papírům. *Právník*. Praha : Ústav státu a práva AV ČR, 2004, č. 1. ISSN 0231-6625.
14. PIHERA, V. Veřejné nabídky cenných papírů. *Právní rozhledy*. Praha : C. H. Beck, 2003, č. 5. ISSN 1210-6410.

15. PILKOVÁ, J. Právní úprava cenných papírů v návrhu nového občanského zákoníku. *Obchodněprávní revue*. Praha : C. H. Beck, 2011, č. 8. ISSN 1803-6554.
16. SMUTNÝ, A. Poznámky k definici veřejné nabídky. *Právní rozhledy*. Praha : C. H. Beck, 2008, č. 18. ISSN 1210-6410.
17. ŠOVAR, J. Úprava prospektu cenného papíru a veřejné nabídky investičních cenných papírů po očekávané novelizaci. *Obchodněprávní revue*. Praha : C. H. Beck, 2011, č. 5. ISSN 1803-6554.
18. ŠTASTNÝ, E. Jednotná licence obchodníků s cennými papíry. *Právník*. Praha : Ústav státu a práva AV ČR, 2007, č. 8. ISSN 0231-6625.
19. ZIEBE, J., HUMLOVÁ, O. Nová právní úprava cenných papírů v České republice. *Právní rozhledy*. Praha : C. H. Beck, 1993, č. 1. ISSN 1210-6410.

Judikatura vyšších soudů:

1. Rozhodnutí Nejvyššího soudu České republiky sp. zn. 20 Cdo 2881/2009 ze dne 26. dubna 2011
2. Rozhodnutí Nejvyššího soudu České republiky sp. zn. 29 Cdo 2706/2009 ze dne 16. června 2010
3. Rozhodnutí Nejvyššího soudu České republiky sp. zn. 29 Odo 1/2004 ze dne 26. října 2004
4. Rozhodnutí Nejvyššího soudu České republiky sp. zn. 29 Odo 1643/2005 ze dne 20. listopadu 2007
5. Rozhodnutí Nejvyššího soudu České republiky sp. zn. 29 Odo 242/2006 ze dne 30. srpna 2006
6. Rozhodnutí Nejvyššího soudu České republiky sp. zn. 29 Odo 3132/2008 ze dne 25. srpna 2009
7. Rozhodnutí Nejvyššího soudu České republiky sp. zn. 29 Odo 314/2001 ze dne 30. října 2002
8. Rozhodnutí Nejvyššího správního soudu České republiky sp. zn. 2 Afs 55/2006 ze dne 20. ledna 2007
9. Rozhodnutí Nejvyššího správního soudu České republiky sp. zn. 6 A 93/2000 ze dne 31. března 2004
10. Rozhodnutí Vrchního soudu v Praze sp. zn. 5 Cmo 423/97 ze dne 24. března 1998
11. Rozhodnutí Vrchního soudu v Praze sp. zn. 5 Cmo 74/2001 ze dne 25. června 2001

Úřední sdělení a stanoviska regulatorních orgánů:

1. Úřední sdělení ČNB (*k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry*) ze dne 18. září 2009
2. Úřední sdělení ČNB (*k vydávání cenných papírů neupravených českým právním řádem*) ze dne 10. září 2007
3. Stanovisko KCP (*k poskytování investičních služeb na území České republiky*) ze dne 29. října 2003
4. Stanovisko KCP (*k pojmu investiční služby obchodování s investičními instrumenty na vlastní účet*) ze dne 8. července 2004

5. Stanovisko KCP (*k obstarání a zprostředkování koupě nebo prodeje cenného papíru nebo derivátu*) (den vydání stanoviska neuveden)

Výroční zprávy a ročenky:

1. Výroční zpráva CDCP za rok 2010
2. Statistické ročenky BCPP za roky 2000 a 2011

Internetové zdroje:

1. Nadační fond CDCP. *Centrální depozitář cenných papírů, a.s.* [online]. [cit. 2012-03-24]. Dostupné z: <<http://www.cdcp.cz/dokument.aspx?k=Nadacni-Fond-CDCP>>
2. S darováním akcií počkejte na příští rok. Ušetříte až 500 korun. *IDnes.cz* [online]. 6. prosince 2011 [cit. 2012-01-13]. Dostupné z: <http://finance.idnes.cz/neprodejne-akcie-lze-darovat-na-charitu-zdarma-ale-az-od-ledna-p5v-/inv.aspx?c=A111202_155657_viteze_bab>
3. Odpovědi na dotazy – veřejná nabídka a prospekt cenného papíru. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2012-02-25]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/emise_evidence_cp_nabidky_prevzeti_vytesneni/odpovedi_verejna_nabidka_prospekt.html>
4. Harmonisation of Securities Law. *European Commission: The EU Single Market* [online]. [cit. 2012-03-23]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/securities-law/index_en.htm>
5. Central Securities Depositories (CSDs). *European Commission: The EU Single Market* [online]. [cit. 2012-03-23]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/central_securities_depositories_en.htm>

Název práce:

Operace s cennými papíry a jejich právní úprava

Abstrakt:

Cílem mé diplomové práce je prostřednictvím analýzy příslušné právní úpravy, jejího doktrinárního výkladu, doplněné některými praktickými závěry vyplývajícími z relevantní judikatury a stanovisek regulatorních orgánů vymezit oblast investičního bankovníctví a poukázat na její specifika z pohledu českých realit při provádění operací s cennými papíry.

Práce je rozdělena na tři samostatné části. První část se snaží teoreticky uchopit základní pojmy, které jsou užívány v dalším textu. Vymezením pojmu a povahy samotného cenného papíru je nezbytné pro jeho pozdější využití v rámci operací, které s takovými cennými papíry investiční banky provádí. Druhy těchto operací jsou určeny různými investičními službami, které determinují rozsah podnikatelské působnosti investičních bank. České regulatorní prostředí se kromě těchto investičních služeb věnuje také postavení investičních bank, přičemž z hlediska různých modelů jejich fungování mohou vznikat určité terminologické otázky, proč některé investiční banky nejsou bankou v právním slova smyslu.

Výše uvedené poskytuje základ pro druhou část mé práce, ve které jsou analyzovány samotné operace s cennými papíry, které standardně investiční banky v České republice provádějí. Tyto operace jsou provázány a bývají poskytovány často v určitých kombinacích společně. Nicméně, pro lepší přehlednost jsou členěny do pěti samostatných kapitol. První kapitola se věnuje operacím emisním, které jsou primární, tj. bez nichž by nebyly možné operace další. Další kapitola se věnuje operacím obstaravatelským, vykonávaným zejména na základě komisionářského vztahu, přičemž z klientského hlediska půjde zřejmě o operace nejčastější. V následující kapitole se pozornost obrací k operacím depotním, které jsou diskutovány z hlediska různých smluvních typů, které česká legislativa nabízí. Náplní posledních dvou kapitol jsou operace související s obhospodařováním majetku, resp. operace převodní. U převodních operací jsou diskutovány nejen klasické převody, ale také specifika související s darováním cenných papírů a jejich půjčováním v rámci tzv. krátkých prodejů.

Závěrečná část mé práce je věnována rozboru určitých změn v právní úpravě cenných papírů *de lege ferenda*, společně s určitými implikacemi, které mohou pro investiční banky nastat s ohledem na platnou, ale zatím neúčinnou rekodifikaci soukromého práva.

Thesis name:

Transactions with securities and their legal regulation

Resume:

The aim of my thesis is to define the area of investment banking and point out its specifics in terms of Czech law and institutions in carrying out securities transactions by way of analyzing relevant legislation, its doctrinal interpretation, supplemented by some practical conclusions drawn from relevant case law and opinions of regulatory bodies.

The thesis is divided into three separate parts. The first part tries to grasp theoretical concepts used in the title of this work. The definition and nature of security is essential for its later usage in terms of operations which are performed with such securities by investment banks. Types of such operations are defined by various investment services which determine the extent of investment banks' scope of business. In addition to those investment services, the Czech regulatory environment also addresses the status of investment banks whose different models (in terms of their functioning) can lead to terminological questions of why some investment banks are not a bank in a legal sense.

The above provides a basis for the second part of my thesis, which is concerned with an analysis of respective securities operations that are usually carried out by investment banks operating in the Czech Republic. These operations are linked together and are often provided in certain combinations together. However, for better clarity, they are divided into five separate chapters. The first chapter deals with issuing operations, being the primary ones, as no other, follow-up operations would be possible without them. Another chapter is devoted to brokerage operations which are predominantly carried out by way of commission agent's agreement; from clients' perspective, these are likely the most common operations. In the next chapter, attention shifts to depot operations which are discussed in terms of different contractual types offered by the Czech legislation. The content of the last two chapters is related to asset management and transfer operations, respectively. Transfer operations are discussed not only in light of classic transfers, but also in terms of specifics related to the donation of securities and their lending within so-called short-selling transactions.

The final part of my work is devoted to the analysis of certain changes in the regulation of securities *de lege ferenda*, together with some implications that may arise for investment banks with regard to valid, however not yet effective recodification of private law.

Klíčová slova:

cenný papír, investiční bankovníctví, investiční služby, kapitálový trh

Key words:

security, investment banking, investment services, capital market