

KAPITOLA 1.

CO JE CENNÝ PAPÍR

I. Různá pojetí cenného papíru

Podobně jako v případě celé řady jiných pojmů, lze i v případě pojmu cenného papíru hovořit o jeho různých pojetích. Přitom je přirozené, že to, co je cenný papír, zasluhuje odhalovat tam, kde se s tímto pojmem pracuje. To je samozřejmě především běžná mluva; v té se však spolehlivého vymezení pojmu cenného papíru samozřejmě dost dobře dobrat nelze. Pretenze na spolehlivější a přesnější odpověď tedy přivádí v prvním kroku ke zbývajícím dvěma oblastem, v nichž se lze s cennými papíry setkat a jimiž jsou jednak oblast ekonomie, jednak oblast práva. Na tomto základě je možné hovořit o ekonomickém pojetí cenného papíru a o právním pojetí cenného papíru.

Naznačený první krok však vyžaduje i krok druhý. Konkrétně v tom smyslu, že zatímco ekonomie, abstrahuje-li se od jejího dělení na jednotlivé dílčí vědecké disciplíny, existuje pouze jedna, totiž jako vědní obor (jehož předmět tvoří kromě jiného cenné papíry), o právu lze hovořit přinejmenším ve dvojitým smyslu. Jednak rovněž jako o vědním oboru (který se též zabývá mimo jiné cennými papíry), jednak o (objektivním) právu jako takovém, tedy o souboru právních norem (z nichž některé samozřejmě upravují cenné papíry).

Z těchto tří pramenů, z nichž je možné a potřebné čerpat poznání toho, co je cenný papír, pak vyplývají jakési tři potenciální konstrukce pojmu cenného papíru. Lze hovořit, byť jistě jen pracovní, o „ekonomickém pojmu“ cenného papíru, o „právně teoretickém pojmu“ cenného papíru a o „legislativním pojmu“ cenného papíru. Tento závěr však vyžaduje zase tři upřesnění.

Za prvé, tyto tři konstrukce se samozřejmě opírají o dosavadní vývoj vědy a práva, aniž jednoznačně předurčují další vývoj v chápání pojmu cenného papíru. Za druhé, jakkoli tyto tři základní přístupy k pojmu cenného papíru mají své vlastní „zdroje“, není možné a ani správné mezi nimi a těmito zdroji hledat jasně oddělovací hranice; naopak charakteristické pro ně je, jak ostatně ještě bude popsáno, jejich různé vzájemné ovlivňování a prostupování. Konečně za třetí, z právě uvedeného nelze jednoznačně *a priori* dovozovat neexistenci jednotného pojmu cenného papíru, jakkoli dosavadní vývoj poznání mu nenasvědčuje.

II. Ekonomický pojem cenného papíru

1. „Mlčení“ ekonomické teorie k pojmu cenného papíru

Ačkoli to právní věda v podstatě zcela opomíjí, je více než přirozené hledat pojem cenného papíru zejména v ekonomické teorii. Cenný papír totiž představuje nepochybně ekonomickou kategorii nebo přinejmenším též ekonomickou kategorií, přičemž sám se rodí především z ekonomických potřeb a rovněž plní především ekonomické funkce. Kromě toho jednak tvoří předmět ekonomických vztahů, jednak zpětně působí na jejich rozvoj (což bylo obzvláště patrné například při restauraci naší ekonomiky v devadesátých letech minulého století.) Přesto o nějakém jednoznačném přístupu ekonomické teorie k pojmu cenného papíru rozhodně nelze mluvit.

A nejen to. Pozoruhodné je, že mimořádně široká řada ekonomických prací více či méně zásadního významu problematiku cenných papírů ponechává nepovšimnutou. To nepřekvapuje tam, kde se ekonomické práce orientují na jiná témata. Více to již zaráží tam, kde rozbor cenných papírů absentuje v pracích, v nichž jde o postižení základní palety ekonomických pojmů a kategorií a kde by tedy cenným papírům podle všech očekávání pozornost být věnována měla. S tím se lze setkat již v celé řadě „historických monumentů“ ekonomické literatury z jejich moderních počátků², běžné to však je i v četných obecných souhrnných pracích z posledních období.³

Vedle toho dále nacházíme značnou část ekonomické literatury, v níž se k existenci cenných papírů tak či onak přihlíží, avšak pozornost se jim věnuje vždy jen z toho či onoho aspektu, a to v rámci řešení obecných ekonomických problémů. Zkoumají se například otázky kursů, vztahu k likviditě apod.⁴ Hlavní proud vědeckého výzkumu v tomto rámci pak leží patrně v analýze role cenných papírů v procesech nabídky kapitálu a poptávky po něm; v souvislosti s tím se hodnotí zejména výhodnost investice do cenných papírů, resp. jejich využití k získání kapitálu ve srovnání s možnostmi jiných instrumentů.⁵ S tím pak konečně úzce

² Tak ze stěžejních prací zakladatelů anglické politické ekonomie srov. např. Smith, A. *Pojednání o podstatě a původu bohatství národů*. Praha: Liberální institut, 2001; nebo Ricardo, D. *Zásady politické ekonomie a zdanění*. Praha: SNPL, 1956, aj.

³ V našich podmínkách srov. např. jednu z nejrozšířenějších a po právu nejuznávanějších ekonomických učebnic Holmana, R. *Ekonomie*. 2., přepracované a doplněné vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, aj.

⁴ Tak typicky např. John Maynard Keynes in *Obecná teorie zaměstnanosti, úroku a peněz*. Praha: Nakladatelství Československé akademie věd, 1963, aj.

⁵ Z ohromného množství pramenů zde jen pro namátkovou ilustraci: Miller, M. H., Modigliani, F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*. Vol. 34, No. 4 (October 1961), s. 411 a násl.; Glen, D. W. Super Premium Security Prices and Optimal Corporate Financial Decisions. *Journal of Finance* Vol. 31, No. 2 (May 1976), s. 507 a násl.;

souvisejí též bádání v oblastech, jakými je zejména tzv. Portfolio Theory apod.⁶ Tento vědeckovýzkumný směr je na jedné straně zcela přirozený, na druhé straně ovšem představu o pojmu cenného papíru nijak neposkytuje (nehledě k tomu, že je pro něj charakteristická tendence omezovat se pouze na cenné papíry, jakými jsou dluhopisy, akcie a cenné papíry jim tak či onak podobné, zatímco ostatní druhy cenných papírů se do spektra jeho pozornosti již nedostávají).

Ne tak přirozené již je, když se pojem cenného papíru přehlíží v pracích, v nichž se pozornost cenným papírům věnuje nikoli snad okrajově, nýbrž takřka *ex professo*.⁷ V této souvislosti lze na jedné straně připustit, že definovat, navíc v ekonomické vědě, samozřejmě není nezbytné. Přesto na druhé straně by bylo možné očekávat, že se tento pojem alespoň v základu vymezí pro účely prováděných analýz tam, kde se tyto analýzy buď převážně, anebo dokonce bezezbytku na problematiku cenných papírů omezují.

2. Částečné „mlčení“ ekonomické teorie k pojmu cenného papíru

Pokusů vyhovět právě uvedenému očekávání je řada. Velmi často však nejde o více než o pokusy zdánlivé. To platí především o takových vymezeních, která k pojmu cenného papíru sice míří, z hlediska svého výsledku se však od shora uvedených případů ekonomického přístupu k dílčím otázkám cenných papírů příliš neliší. V této souvislosti lze uvést například vymezení, v souladu s nímž „cenné papíry udávají především majetková práva, tedy potvrzují podíl na kapitálu společnosti (především akcie)“.⁸ Takováto vymezení jistě vzbuzují nejednu pochybnost. Za prvé lze pochybovat, zda cenné papíry skutečně „udávají“ majetková práva (když ve skutečnosti je především v sobě obsahují), resp. zda je to pro ně vůbec skutečně typické. Ještě větší pochybnosti pak vyvolává, že by se cenné papíry měly charakterizovat pouze svou legitimační funkcí, kterou plní i mnoho jiných dokumentů, jež cennými papíry nepochybně nejsou. Konečně v neposlední řadě nepopíratelně není možné cenné papíry redukovat jen na tu jejich část, kterou tvoří cenné papíry představující podíl na základním kapitálu obchodní společnosti. Lze tedy konstatovat, že v ekonomické

Miller, M. H. Debt and Taxes. *Journal of Finance*. Vol. 32, No. 2 (May 1977), s. 261 a násl., jakož i literaturu tam uvedenou.

⁶ Z moderní Portfolio Theory za všechny viz např. Markowitz, H. M., zejm. *Foundations of Portfolio Theory*. *Journal of Finance*. 1991.

⁷ Srov. například Musílek, P. *Trhy cenných papírů*. Praha: Ekopress, 2002; Liška V., Gazda, J. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. Praha: Professional Publishing, 2004; Pavlát, V. a kol. *Kapitálové trhy*. Praha: Professional Publishing, 2005, aj.

⁸ Fuchs, K., Tuleja, P. *Základy ekonomie*. Praha: Ekopress, 2005, s. 147.

literatuře existují případy, kdy se určité vymezení cenného papíru v ní sice podává, avšak nejde o vymezení, které by šlo dále než k hranicím velmi povšechné, zjevně nikoli exaktní charakteristiky, která se kromě toho nezaměřuje na všechny druhy cenných papírů, nýbrž jen na jejich omezený okruh.

Jen o něco málo „mírnější“ hodnocení zasluhuje další přístup, s nímž se lze setkat v našich podmínkách ještě v bezprostředně poválečném období, před nástupem období totality a jemu odpovídají politické ekonomie. Jde o jeden z Englišových přístupů, v jehož rámci se sice sama definice cenného papíru opět výslovně nepodává, avšak lze již hovořit alespoň o jakési „*definition in use*“ cenného papíru a současně i o vymezení jeho pojmu enumerací, tj. postupem definicí podobným. Engliš zde na základě zdůraznění toho, že cenný papír je formou, která umožňuje zmobilizovat kapitál a nenutí dlužníka kdykoli platit, dospívá k tomu, že cenné papíry jsou tím, co slouží ke zvýšení přenosnosti, mobilizaci kapitálu a ke zvýšené ochotě půjčit peníze, na což pak navazuje vymezení jednotlivých druhů cenných papírů, mezi něž jsou řazeny dluhopisy (jež autor člení na dílčí dluhopisy a prioritní obligace, zástavní listy, renty a pokladniční poukázky), vlastní poukázky (které jsou rozčleněny na šeky a směnky) a konečně akcie.⁹ Na jedné straně tedy určitý náznak toho, co je cenný papír, na druhé straně však opět nezanedbatelné podněty k pochybnostem. Předně, z věcného hlediska, se touto cestou zjevně nedospívá k pojmu cenného papíru, který by byl dostatečně ostrý; toho, co slouží ke zvýšení přenosnosti kapitálu a ke zvýšené ochotě půjčit peníze, je totiž nepochybně mnohem více. Kromě toho pojem onoho užití cenného papíru a tedy i pojem z něho vyvozovaný lze sotva redukovat na tuto funkci či tyto funkce. A i zde uvedená enumerace cenných papírů má samozřejmě velmi daleko do úplnosti z hlediska základních druhů cenných papírů. To vše si lze vysvětlit tím, že podané vymezení cenného papíru nepochybně nebylo autorem zamýšleno jako samotná definice cenného papíru, nýbrž pouze jako dílčí charakteristika cenných papírů zasazená do kontextu specifických ekonomických úvah.

3. Ekonomická vymezení cenného papíru splývající s právně teoretickým přístupem

Jiné hodnocení, byť s významnou výhradou, zasluhují přístupy, na jejichž základě již dochází ke skutečnému vymezení pojmu cenného papíru. O to se u nás pokusil, dokonce již před válkou, například rovněž Engliš, pouze v jiné podobě tak, že šel v dané souvislosti analyticky dál (aniž na tom uvedená jeho pozdější dílčí charakteristika cenného papíru samozřejmě co změnila). Šlo o vymezení cenného papíru, které se opíralo o popis vývoje převoditelnosti pohledávek (které historicky

⁹ Srov. Engliš, K. *Národní hospodářství*. Praha: Orbis, 1946, s. 136 a násl.

nahlíženo původně nebyly převoditelné vůbec¹⁰) s tím, že k následnému připuštění jejich převoditelnosti formou cese přispělo podle autora nejprve to, že byl vytvořen cenný papír ve smyslu pouze důkazní litiny (tedy toho, co se v současnosti někdy označuje jako deklaratorní cenný papír), a teprve později to, že vznikl cenný papír dokonalý. Odtud pak autor dovedl pojetí cenného papíru jakožto listiny o právním poměru, která se považuje za nositele pohledávky, jež se s ní přenáší a s ní stojí a padá. (K tomu pak byl doplněn výčet čtyř druhů cenných papírů, a to dluhopisů, poukázek, listin opravňujících k podílu na jistém majetku nebo výnosu a depozitních listin.)¹¹

Toto pojetí již má zcela zjevné znaky korektního vymezení pojmu cenného papíru; i s ním lze ovšem v nejednom polemizovat. Společným jmenovatelem námitek je to, že jde o vymezení přece jen opět poněkud úzké. To má svůj projev, což je méně důležité, v opětovně úzkém vymezení jednotlivých druhů cenných papírů, jejichž reálný okruh je samozřejmě značně širší (a naopak zase nezahrnuje zřejmě poukázku). Podstatně důležitější námitka směřuje proti redukci toho, čeho má být cenný papír jakožto listina oním „nositelem“, na pouhou pohledávku. Samozřejmě velmi často o pohledávku půjde. Existují však případy, kdy je její pojem pro vymezení pojmu cenného papíru příliš úzký. To lze konstatovat především o některých účastnických cenných papírech (např. akciích), s nimiž jsou spojena i jiná práva než ta, která jsou pohledávkami. Platí to ovšem například i o věcněprávních cenných papírech, s nimiž je spojeno nikoli relativní právo v podobě pohledávky, nýbrž absolutní, vlastnické právo. Uvedená definice pojmu cenného papíru by tedy vyžadovala zejména své rozšíření, resp. upřesnění především v tom smyslu, že cenný papír není nositelem pouze pohledávky, nýbrž obecně práva, resp. případně více práv. Uvedené námítka však nemění nic na tom, že dané vymezení cenného papíru vykazuje obecně koneckonců vše, co na takovém vymezení lze požadovat. A přece, existuje zde ona signalizovaná výhrada. Ta spočívá v tom, že uvedené vymezení má – s výjimkou své právě popsané redukce na pohledávku – koneckonců všechny „parametry“ vymezení pojmu cenného papíru, jak se s ním lze setkávat v právní teorii. Jde tedy o ekonomické vymezení pojmu cenného papíru způsobem charakteristickým pro právní nauku.

To na jedné straně samozřejmě není jev typický pro ekonomickou teorii, na druhé straně to však, zdá se, není ani jev ojedinělý. Svědčí o tom například relativně recentní ekonomická encyklopedie, kde je cenný papír definován jako zvláštní předmět soukromoprávního vztahu, jehož podstatou je inkorporace práva s písemným projevem vůle v případech, kdy to stanoví zákon.¹² V tomto případě je splynutí

¹⁰ Viz kupř. Bartošek, M. *Encyklopedie římského práva*. Praha: Panorama, 1981, s. 98.

¹¹ Srov. jedno ze základních Englišových děl: *Soustava národního hospodářství*. Svazek I. Praha: Melantrich, 1937, s. 706 a násl.

¹² Srov. Švarc, Z. In Žák, M. a kol. *Velká ekonomická encyklopedie*. Praha: Linde, 2002, s. 135.

s teoreticko-právním pojetím cenného papíru v podstatě úplné, neboť rozdíly, jimiž se toto vymezení liší od některých právních vymezení cenného papíru, jsou významově přinejmenším srovnatelné s těmi, které lze shledat ve vztazích mezi oněmi jinými teoreticko-právními vymezeními cenného papíru samotnými. Jisté nezanedbatelný vliv na charakter právě citované definice cenného papíru má na jedné straně skutečnost, že její autor je původním vzděláním právník, což ovšem platí i o Englišovi, jakkoli je všeobecně řazen mezi naše přední ekonomy své doby. Na druhé straně je ovšem pro chápání pojmu v ekonomické literatuře, přinejmenším té naší, do značné míry příznačné to, komu se v prestižní encyklopedii jednoznačně ekonomického zaměření svěří zpracování hesla cenný papír.

4. Svěbytná ekonomická vymezení pojmu cenného papíru

Vzdor právě uvedeným skutečnostem nelze ekonomickou literaturu považovat ve vymezení pojmu cenného papíru za typicky eklektickou, neboť přinejmenším svou částí na vlastní vymezení pojmu cenných papírů zřejmě nerezignuje. Tuto „část“ samozřejmě není myslitelné v úplnosti ani zdaleka postihnout a v práci, jako je tato, by to i postrádalo smysl. Zdá se však, že dostupné prameny, jejichž příkladům necht' je dále věnována pozornost, poskytují snad dostatečnou představu o tom, co lze v této oblasti o pojmu cenného papíru seznat.

Mezi prvními příklady v daném směru na sebe upozorňuje „definice“ podaná v jedné z celosvětově nejuznávanějších ekonomických učebnic, tj. v učebnici Samuelsona a Nordhause; zde je možné, dokonce přímo v části označené jako slovník pojmů, číst: „Cenné papíry (Securities) Termín používaný k označení široké škály peněžních aktiv, jako jsou akcie, obligace, opce, pokladniční poukázky, přesněji řečeno, jde o doklad osvědčující vlastnictví těchto aktiv.“¹³

Jiná zahraniční publikace, která je specializovaná na oblast cenných papírů (a látku související), zase podává vymezení, v souladu s nímž jsou cenné papíry (někdy nazývané též jako finanční instrumenty) nároky na budoucí příjmy nebo celková aktiva toho, kdo si půjčuje prostředky, s tím, že pro tuto osobu jsou to závazky, zatímco pro jejich nabyvatele jsou to aktiva.¹⁴

Pokud jde o encyklopedickou zahraniční literaturu, nejednou se v ní lze setkat dokonce vždy s dvojitým pohledem na cenné papíry. V užším slova smyslu se charakterizují jako papíry obchodované na burze nebo na sekundárních, resp. kapitálových trzích. V širším, resp. původním slova smyslu se pak vymezují zpravidla buď jako dokumenty dávající titul k vlastnictví nebo nárokům na příjem, jež mohou být

¹³ Samuelson, P. A., Nordhaus, W. D. *Ekonomie*. Praha: Svoboda 1995, s. 966.

¹⁴ Srov. např. Mishkin, F. S. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Third Edition, HarperCollins Publisher, 1992, s. 39.

složeny jako zajištění za bankovní úvěr (půjčku)¹⁵, anebo jako dokumenty poskytující vlastnictví majetku nebo práva na příjem, jež mohou sloužit jako záruka (*collateral*) za bankovní úvěr.¹⁶

Jako částečně podobné vymezení lze v zahraniční literatuře označit též to, v souladu s nímž je cenným papírem jakýkoli důkaz (*evidence of*) dluhu nebo vlastnictví (k čemuž se přidává stručný demonstrační výpočet příkladů cenných papírů).¹⁷

Co se týče naší ekonomické encyklopedické literatury (třebaže „laděné“ spíše jen k poskytnutí základní informace širší veřejnosti), je možné se z ní například dozvědět, že cenné papíry jsou listiny představující pohledávky jejich vlastníků (věřitelů) vůči výstavcům (dlužníkům), resp. že ztělesňují majetkovou (peněžní) investici, jsou zbožím a jsou předmětem kapitálového trhu.¹⁸

Nekonečně široká paleta ekonomické literatury, zejména té zahraniční, by samozřejmě umožňovala ve výčtu příkladů ryze ekonomického vymezování pojmu cenného papíru pokračovat. Avšak již jen shora podaný ilustrativní přehled naznačuje, že přinejmenším většinou v souvislosti s jednotlivými podávanými vymezeními vyvstávají ty či ony pochybnosti, ba někdy dokonce též námitky, a to i bez ohledu na to, jak často se od sebe tato vymezení diametrálně odlišují.

Zmíněná skvělá Samuelsonova a Nordhausova učebnice trpí ve vymezení cenného papíru zjevnou nedokonalostí, na kterou upozorňuje dokonce sama. Jestliže totiž používá obratu „přesněji řečeno“, jasně naznačuje, že to, co bylo řečeno původně, přinejmenším přesně zcela není. Přitom vlastní obsah imperfekci jen potvrzuje, a to hned z několika důvodů. Především pro vymezení pojmu cenných papírů je jejich demonstrační výpočet přece jen trochu málo, a to tím spíš, lze-li i vůči němu vznášet námitky. Například, pokladniční poukázky nejsou ničím jiným než druhem obligace; opce, která sice může být podstatou cenného papíru, může sama existovat a zhusta též existuje zcela mimo cenný papír, s tím, že tam, kde onu podstatu cenného papíru představuje, je tento cenný papír zpravidla zase ještě něčím jiným než pouhou opcí. Kromě toho se dále vnucuje přinejmenším nezanedbatelná otázka, zda je v případě cenných papírů přesné hovořit skutečně o „peněžních“ aktivech. Ne zcela správné, jak bylo již naznačeno, je též omezení cenných papírů na jejich funkci legitimační. A konečně, což je patrně nejdůležitější, těžko se odmítá pochybnost o tom, zda vše, čím uvedená učebnice cenné papíry charakterizuje, představuje skutečně to, v čem tkví jejich podstata.

¹⁵ Viz Bannock, G., Baxter, R. E., Davis, E. *The Penguin Dictionary of Economics*. Fifth Edition. London: Penguin Books, 1992, s. 386.

¹⁶ Srov. Pennant-Rea, R., Emmot, B. *The Pocket Economist*. Second Edition, Basil: Backwell and The Economist Publications, 1990, s. 209.

¹⁷ Např. *Webster's New Word Dictionary of American English*. Third College Edition. Cleveland & New York 1988, s. 1214.

¹⁸ Viz Mlčoch, J. *Malá ekonomická encyklopedie* 4. vyd. Praha: Linde, 2002, s. 26.

Ve světle kvality těchto námitek se jeví poněkud výstižnější vymezení Mishkinovo. I ono však zasluhuje kritiku. Nepřípadné je redukovat cenný papír na nárok, neboť pojem aktiv, třebaže velmi široký, nepokrývá vše, co cenný papír svému vlastníku přináší, a už vůbec nelze otázku cenného papíru zužovat na takový vztah, v němž je cenný papír pouze prozatímní hodnotou za úvěr nebo půjčku.

Na uvedených zahraničních encyklopedických vymezeních v jejich širším vymezení zasluhuje uznání to, že postihují i oblast věcněprávních cenných papírů a lze v nich i sledovat přinejmenším náznak onoho vtělení práv do cenného papíru. Kromě toho jsou to vymezení ne-li shodná, tedy alespoň velmi podobná a zakládají tak určitou jednotu v ekonomickém přístupu k cenným papírům. I v jejich případě se však o slovo hlásí námitky. Jejich charakteristika cenných papírů jakožto „dokumentů“ dává zapomenout (což je ovšem dnes obvyklé i v právní teorii i legislativní praxi) na zaknihované cenné papíry. Především však zasluhuje výtka jejich zúžení cenného papíru na instrument vykazující vždy prvek jistění za poskytnuté peněžité plnění, a to dokonce jen ze strany banky. Jistě, v praxi se i s takovými cennými papíry lze setkat, celá řada cenných papírů však takový znak samozřejmě postrádá, v důsledku čehož to sotva může být obecně charakteristický znak cenných papírů.

S tím se svým způsobem vypořádává citované vymezení ve „Webstroví“. V tomto vymezení však zase dost dobře neobstojí to, že se funkce cenného papíru koneckonců redukuje na pouhou legitimační funkci a že se tu tak ztrácí pozitivum předchozích vymezení postihujících v náznaku onu inkorporaci práv do cenných papírů.

U vysvětlení Mlčochova se na jedné straně ukazuje z ekonomického pohledu jako správné postižení cenného papíru jednak jako majetkové investice (o kterou u cenného papíru půjde téměř vždy, snad jen s výhradou zajišťovacích cenných papírů), jednak jako zboží (o něž půjde patrně většinou). Na druhé straně ovšem toto dílčí ekonomické postižení cenného papíru opět vyvolává námitku, že stěží postačuje k vyjádření podstaty cenného papíru. K tomu se pak druzí i další námitky, jež vyvolává zbytek posuzovaného vysvětlení. Opět nepřesná (jako u Engliše) je redukce předmětu cenného papíru na pouhou pohledávku (když může jít i o právo jiné), neméně nepřesné je, jak naznačeno, omezovat takové právo vždy jen na právo pouze ve vztahu k tomu, kdo cenný papír vydal (když může být též právem vůči někomu jinému, např. u směnky), a konečně ani v nejmenším nezasluhuje uznání, když se cenný papír charakterizuje tím, že je předmětem kapitálového trhu, jehož předmětem velmi často být nemusí a jehož předmětem může být naopak zase něco jiného než cenný papír.

5. Závěr

Ohledně ekonomického pojmu cenného papíru je tedy možné dospět k několika stručným shrnutím. Část ekonomické literatury tento pojem zcela opomíjí. Její další

část s ním sice pracuje, avšak vymezení, k nimž dospívá, představují vymezení, která jsou významově přinejmenším okrajová a jako základ pro skutečně seriózní postižení pojmu cenného papíru jistě sloužit nemohou (byť v příslušných souvislostech ekonomické analýzy třeba svou pozitivní roli hrají).

Ostatní vymezení pojmu cenného papíru lze přes jejich různorodost rozdělit opět do dvou skupin. V rámci jedné se cenný papír vymezuje koneckonců shodně jako v části právní teorie. To na jedné straně nepředstavuje nic hodného kritiky, na druhé straně to však samozřejmě postrádá originalitu, kterou by bylo možné od ekonomické teorie očekávat. Tuto originalitu poskytuje druhá z naznačených skupin, která ovšem – alespoň z hlediska dostupných pramenů – zasluhuje z hlediska svého hodnocení přinejmenším tři poznámky.

Prvá je ta, že ve vztahu ke všem jednotlivým názorům lze vyslovovat ty či ony pochybnosti o správnosti, resp. úplnosti vyvozovaných závěrů, a to dokonce i z pozic přístupu, který je zvolen. Druhá poznámka, která je zřejmě vážnější, spočívá v tom, že tato skupina je zcela nepochybně názorově velmi výrazně roztržštěná, v důsledku čehož v jejím rámci dost dobře nelze hovořit o nějakém jednotném ekonomickém chápání pojmu cenného papíru. Nakonec třetí poznámka míří na to, že, jakkoli je posuzovaný ekonomický přístup (a to i u vědomí dnešní „bezbřehosti“ pramenů ekonomické teorie) ve shora uvedeném smyslu užitečný a koneckonců i nezastupitelný, patrně neaspiruje na vymezení toho, co je v pojmu cenného papíru skutečně určující a co cenný papír – ať již jako zboží, nebo například jako předmět právních vztahů – odlišuje od všeho ostatního, co se mu podobá. U ekonomických pramenů poznání pojmu cenného papíru tedy zjevně zůstat nelze.

III. Právně teoretický pojem cenného papíru

1. Obecně k právně teoretickému pojmu cenného papíru

Právně teoretické prameny poznání pojmu cenného papíru se od těch ekonomických z obecného pohledu výrazně liší. Přesto to neplatí bezvýjimečně. To dokládá hned několik upřesnění, která sám pojem právně teoretického pojmu cenného papíru vyžaduje.

Předně jde o to, že označení „právně teoretický pojem cenného papíru“ není zcela přesné. To je dáno skutečností, že tento právně teoretický pojem lze nalézt, jak bylo uvedeno, i v literatuře ekonomické. Je to tedy na jedné straně také tak trochu ekonomický pojem cenného papíru, takže odlišnost mezi právně teoretickým a ekonomickým poznáním tu částečně mizí. Na druhé straně však – a to je v dané souvislosti nepochybně podstatnější – jde o pojem, který vykazuje rysy, jež jsou

charakteristické přece jen spíše pro právnícké chápání, neboť právní věda si jej osvojila zcela zřejmě jako první, zatímco ekonomická teorie, navíc pouze svou menší částí, jej pouze aprobeovala. Z tohoto hlediska je tudíž i přes uvedenou výhradu právně teoretický pojem cenného papíru specifický a jeho označení lze akceptovat.

Dále vyžaduje upřesnění to, že ani právně teoretický pojem cenného papíru není něčím, co by mělo vždy potřebné parametry skutečné definice. V jeho případě tedy jde velmi často o pouhé vymezení pojmu cenného papíru, a to (jak bude vzápětí popsáno) vytyčováním jednotlivých pojmových znaků, které se pak dále charakterizují. V tom je tedy opět jistá podobnost s ekonomickou teorií. Přitom pokud se vedle podobnosti hledají přece jen rozdíly, pak jsou zase v tom, že tento odklon od ryziho definování pojmu cenného papíru je paradoxně možná typičtější právě pro právní teorii než pro tu ekonomickou.

Konečně hovoří-li se o právně teoretickém pojmu cenného papíru, nelze jím (podobně jako ani označením ekonomický pojem cenného papíru) rozumět něco, co by bylo, třeba i jen v právní vědě a praxi, všeobecně přijímáno v jediné podobě. Vymezení pojmu cenného papíru v právní vědě je totiž k dnešnímu dni, jak známo, celá řada. Přitom stejně tak známo je i to, že se tato vymezení přes ty či ony své podobnosti velmi často různí. To platí, resp. platilo z historického hlediska, když nejednotnost prokazatelně panovala již v dobách výlučně či alespoň převažující existence listinných cenných papírů. Tím spíš to pak platí v podmínkách, kdy dochází k masovému rozšíření zaknihovaných cenných papírů.

Z tohoto hlediska lze svým způsobem souhlasit s charakteristikou, v souladu s níž přinejmenším naše právní teorie v současnosti spíše objevuje a „oprašuje“ tradiční definice z přelomu 19. a 20. století s tím, že se je snaží přizpůsobit novým podmínkám, zejména fenoménu dematerializace cenných papírů.¹⁹ Bezvýhradně tuto charakteristiku samozřejmě přijmout nelze, neboť z uvedeného přístupu existují výjimky. Dříve však než bude pozornost věnována novému pojetí, které „oprašování“ jistě není (viz dále sub V.), je třeba podrobit analýze onu většinu dosavadních přístupů, ať již jsou to tradiční vymezení pojmu cenného papíru, nebo přístupy, které na ně navazují. Teprve na tomto základě lze spolehlivě odhalit a pochopit jak „základní kameny“, které právní věda při vymezení pojmu cenného papíru položila, tak i nad nimi stojící „architektonicky“ velmi různorodou stavbu. To pak zase tvoří předpoklad jednak potřebné rekonstrukce této stavby, jednak i částečného přezkumu míry správnosti oněch „základních kamenů“.

¹⁹ Viz např. Vítek, J. In Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. a kol. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. Praha: C. H. Beck, 2003, s. 12; podobně též autor in Kotásek, J., Pihera, V., Pokorná, J., Vítek, J. *Právo cenných papírů*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2014, s. 9.

2. Pojmové znaky cenného papíru

a) Základní pojmové znaky cenného papíru

Přes naznačenou různorodost názorů na pojem cenného papíru v právní vědě lze konstatovat, že většina autorů v oboru práva je schopna se sjednotit alespoň **na dvou znacích** jako na onom minimu charakterizujícím pojem cenného papíru. Prvním z nich je, jak se až doposud obvykle (byť ne bezvýjimečně) formuluje, **listina**, která představuje cenný papír. Jako druhý znak se pak označuje těsná spjatost toho či onoho práva s touto listinou, zpravidla vyjadřovaná oblíbeným, jak se traduje, již v dobách Savignyho používaným, pojmem **inkorporace**.²⁰

Někdy se namísto inkorporace uvádí jako druhý charakteristický znak cenného papíru cennost listiny. Zdůrazňuje se přitom, že cennost nemůže být chápána v obecném smyslu (např. pergamen jako hmotný substrát by byl jistě cennější než obyčejný papír), ale ve smyslu právním a že listinu tak činí cennou právní následky, které s ní spojuje právní řád; v důsledku toho se za cenný papír označuje jen taková listina, jejíž obsah je schopen vyvolat právem aprobované následky, zatímco pojem cenného papíru nezahrnuje takové listiny, které jsou právně irelevantní, byť mohou být pro zúčastněné strany velmi důležité (např. milostné dopisy).²¹ Tento názor, který se někdy přebírá, byť rozpačitě, neboť se vzápětí jako pojmový znak cenného papíru explicitně uznává (kromě jiného) právě sepětí práva s listinou²², je na jedné straně pochopitelný; zjevně kopíruje sám obrat „cenný papír“. Na druhé straně se však při bližším pohledu ukazuje jen jako jiné vyjádření znaku inkorporace. Schopnost vyvolat právem aprobované následky totiž u cenného papíru spočívá právě v tom, že jsou s ním spojena určitá práva (a případně též povinnosti). Jde přitom o vyjádření, které se zdá být pro svou vyšší obecnost méně výstižné, neboť nepochybně existují i jiné listiny, jejichž obsah je schopen vyvolat právem aprobované následky a jsou tak „cenné“, aniž v jejich případě lze hovořit o cenných papírech (např. písemné smlouvy). Ostatně i tam, kde se s cenností jakožto charakteristickým znakem cenného papíru přichází, se spojení práv s listinou nepopírá.²³

Je tedy možné vycházet z toho, že to, co se až doposud zpravidla prezentuje (ať již při vědecké, nebo pedagogické činnosti) jako minimum pojmového vymezení

²⁰ Srov. např. Hermann-Otavský, K. Randova teorie o cenných papírech s hlediska ženevské osnovy jednotného zákona směnečného. In *Randův jubilejní památník k stému výročí narození Antonína Randy*. Praha: Právnická fakulta University Karlovy, 1934, s. 385.

²¹ Viz Pokorná, J. In Eliáš, K. a kol. *Kurs obchodního práva. Obchodní závazky. Cenné papíry*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 1999, s. 419.

²² Srov. Vítek, J. In Kotásek, J., Pihera, V., Pokorná, J., Vítek, J. *Právo cenných papírů*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2014, s. 10 a 13.

²³ Viz Pokorná, J. In Eliáš, K. a kol. *Kurs obchodního práva. Obchodní závazky. Cenné papíry*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 1999, s. 420.

cenného papíru, které lze považovat za nesporné, představují listina²⁴ a inkorporace. V této souvislosti se ovšem kladou hned dvě otázky. Jednak ta, zda toto minimum je skutečně vše, co představuje ony základní kameny pojmu cenného papíru, jednak ta, zda toto minimum skutečně nesporné je.

b) Otázka dalších pojmových znaků cenného papíru

Na prvou otázku bývá dáována (byť zpravidla implicitně) většinou odpověď pozitivní. Přesto existují některé názory opačné. Z těch, které zasluhují pozornost, za zmínku stojí ten, který pro pojem cenného papíru vymezuje vedle znaku listiny a znaku inkorporace ještě dva další pojmové znaky. Těmi jsou za prvé to, že je cenný papír **listinou o právu**, a za druhé to, že právo z listiny musí patřit do **oboru soukromého práva majetkového**.²⁵

Analyzuje-li se stanovisko, v souladu s nímž je cenný papír listinou o právu, lze soudit, že je to stanovisko sice správné, že to však jako charakteristika v podobě pojmového znaku cenného papíru patrně neobstojí. Sotva si je totiž možné představit listinu, s níž by bylo právo těsně spjato, aniž by to byla listina o právu. Tato charakteristika je tedy zjevně obsažena již ve znaku těsné spjatosti práva s listinou a jako samostatný pojmový znak cenného papíru se tak ukazuje jako nadbytečná. Z tohoto důvodu by tedy její připojení ke shora uvedenému minimu pojmových znaků cenného papíru bylo zřejmě přinejmenším zavádějící.

Pokud jde o druhý z uvedených dvou dalších pojmových znaků cenného papíru, je si především třeba uvědomit, že některá z práv, která se při konstrukci tohoto pojmového znaku uvádějí jako příklad práv z listiny patřících do oboru práva veřejného, jako např. práva vyplývající z koncesní listiny vydané živnostenským úřadem nebo ze stavebního povolení vydaného stavebním úřadem²⁶, zjevně nelze považovat za práva, která jsou způsobilá být právy spojenými s cenným papírem. To přitom platí i bez ohledu na to, že mají veřejnoprávní charakter, neboť u nich chybí onen znak těsné spjatosti s cenným papírem. Na jedné straně samo živnostenské

²⁴ Znova ovšem necht' je zdůrazněno, že se hovoří pouze o většinovém názoru, z něhož existují, zejména v zahraničí, výjimky. Ty se týkají zpravidla samostatného vymezování pojmu zaknihovaných cenných papírů, v souvislosti s nimiž se někdy vychází z toho, že v jejich případě teorie inkorporace zcela pozbyla významu a že tak při definici cenného papíru nelze vycházet ani z podkladu, na němž jsou určitá práva zaznamenána, nýbrž je cenný papír třeba definovat s ohledem na majetková práva, jež obsahuje, neboť pouze ta zůstala transformací hmotného substrátu nedotčena. (Viz např. Prussen, Y. Le régime des titres et instruments fungibles. In *Droit bancaire et financier au Luxembourg*. vol. 3, ALJB, Larcier, 2004, s. 1292.) To vše ovšem souvisí s pojetím, které se snaží nahradit zaknihovaný cenný papír konceptem zaknihovaného práva, resp. cenného práva a o němž ještě bude pojednáno.

²⁵ Srov. zejm. Příbyl, Z. *Základy práva cenných papírů*. Díl I. Praha: nakl. V. Kvasnička, 1995, s. 38.

²⁶ *Ibidem*, s. 40.

oprávnění nebude jistě nijak dotčeno, nebude-li mít živnostník svou koncesní listinu k dispozici, nebo bude-li tato listina dokonce zničena; na druhé straně, i když někdo naopak bude koncesní listinu stále mít, nebude samozřejmě oprávněn k odpovídajícímu živnostenskému podnikání, například když bude jeho živnostenské oprávnění pozastaveno nebo přerušeno. Naprosto nemožné je pak nepochybně obhájit představu práva spojeného s listinou, která je pouze písemným vyhotovením například stavebního rozhodnutí.

Ne tak jednoduché je posuzování daného problému z hlediska některých starších vymezení, v souladu s nimiž například může být právo nerozlučně spojené s cenným papírem buď nárokem soukromoprávním (tj. mít cenu „soukromoprávnou“), anebo nárokem veřejnoprávním, který neposkytuje žalobu na splnění a v kterémžto případě se hovoří o papírových penězích.²⁷ Zde totiž na jedné straně přinejmenším dnešní (byť intuitivní) chápání pojmu cenného papíru a koneckonců i jeho jazykový usus např. papírové peníze z pojmu cenných papírů vylučují. Na druhé straně tu však i v těchto případech existuje nejen listina, ale svým způsobem i právo s ní těsně spojené. Východisko řešení je ovšem patrně právě ve specifickém charakteru tohoto práva (lze-li o právu vůbec mluvit). Nejde totiž o klasické tak či onak určité právo, nýbrž pouze o konkrétně nijak přesně vymezenou míru možnosti chování (např. za peníze něco pořídit). Ke znaku soukromoprávního charakteru práva spojeného s cenným papírem lze tedy shrnout, že ona veřejná práva, resp. ony veřejné nároky buď zřejmě nejsou ve smyslu inkorporace těsně spjaté s listinou, anebo dokonce ani nejsou oněmi právy ve smyslu obvyklého pojetí subjektivního práva. Nezdá se být proto opodstatněné jako pojmový znak cenného papíru zdůrazňovat, resp. vymezovat ani řečený soukromoprávní charakter práva s cenným papírem spojeného, byť o takovýto charakter práva u cenného papíru pravděpodobně vždy půjde.

K otázce počtu pojmových znaků cenného papíru je tedy možné uzavřít, že s oněmi dvěma znaky lze v zásadě bez potíží vystačit. To platí z hlediska dosavadního stupně poznání, který neodhaluje spolehlivě žádný třetí, či dokonce další základní pojmový znak cenného papíru. Přitom se nezdá, že by nějaký vyšší stupeň poznání v budoucnu na tom měl, resp. mohl něco změnit. S konstatováním pouze dvou pojmových znaků se ovšem vrací druhá z položených otázek, a sice zda tyto znaky jsou skutečně tím, co je na pojmu cenného papíru nezpochybnitelné. Tato nepopíratelně složitější otázka vyžaduje věnovat pozornost vždy ve vztahu ke každému z obou těchto znaků samostatně.

²⁷ Viz např. Pavlíček, A. In *Ottův slovník naučný*. Pátý díl. Praha: nakl. J. Ott, 1892, s. 289.