

1

Geneze trhů cenných papírů

V úvodní kapitole vás provedeme nejdůležitějšími historickými událostmi v oblasti trhů cenných papírů. Nejdříve se zaměříme na počátky trhů cenných papírů v italských obchodních městech. V následujících částech prozkoumáme vývoj trhů cenných papírů v 16.–18. století. Pozornost budeme rovněž věnovat vývoji trhů cenných papírů v průběhu 19.–20. století. Závěrečná část této úvodní kapitoly bude zaměřena na trendy na světových finančních trzích v posledních dvou dekadách.

1.1 Počátky trhů cenných papírů v 15. století

Italští kupci¹ stáli u zrodu prvních investičních obchodů počátkem 15. století. Potřeba kupců směřovat krátkodobé cenné papíry za likvidnější prostředky vyvolala vznik pravidelných schůzek na určených místech. Schůzky se konaly v okolí faktorů italských obchodníků. Byly to zpravidla ulice a náměstí, především poblíž italských konzulárních domů, tzv. loggií, kde se vytvářel pravidelný sekundární obchod. U těchto prvotních forem sekundárních trhů s cennými papíry šlo o neformální setkávání obchodníků. Sekundární trh nebyl formálně organizován a obchody měly nestandardizovaný charakter. Obchodníci se zpravidla neznali a trhy byly volně přístupné. Postupně se však zužoval okruh účastníků, kteří začali vytvářet burzovní spolky². Investiční operace se však téměř výlučně omezovaly na obchody s krátkodobými cennými papíry³. Pozitivní vliv na formování italských kapitálových trhů mělo založení Banky sv. Jiří v Janově v roce 1407. Janov potřeboval peněžní prostředky pro válečné účely. Investoři vytvořili skupiny⁴, které pak byly rozděleny na určitý počet stejných, dělitelných a prodejných částí⁵, znějících na 100 lir. V první etapě byli investoři zapsáni pouze do knihy státního dluhu, později byly na složené částky vydány cenné papíry.

¹ Mezi nejznámější patřila florentská rodina Cosimo de Medici s rozvětvenou bankovní pobočkovou sítí nejen po italských obchodních městech, ale také v zahraničí (Londýn, Bruggy a Avignon). Tato bankovní skupina však v roce 1494 zkrachovala.

² Výraz burza pravděpodobně vznikl v Bruggách, kde se obchodníci s cennými papíry scházeli v domě kupecké rodiny Van der Burse.

³ Operace s cennými papíry kapitálového trhu se rozvinuly až v 18. a 19. století.

⁴ Tzv. montes.

⁵ Loca, příp. luoghi.

1.2 Rozvoj trhů cenných papírů v 16.–18. století

Po objevení nové námořní cesty do Východní Indie podstatně stoupl význam antverpského trhu cenných papírů. V roce 1531 byla v Antverpách postavena nádherná burzovní budova. Založení antverpské burzy je možné považovat za mezník vývoje světových trhů cenných papírů, poněvadž dochází k formování organizovaného sekundárního trhu cenných papírů. I v dalších evropských městech postupně vznikají burzovní kluby, které zakládají burzy (např. v Lyonu v roce 1546, v Toulouse v roce 1549, v Rouenu v roce 1556 nebo v Paříži v roce 1563). Na těchto primitivních burzách se obchodovalo téměř výlučně s dluhovými státními cennými papíry.

Další etapa vývoje trhů cenných papírů začíná **založením amsterdamské burzy v roce 1608**. Založení amsterdamské burzy představuje velmi důležitý mezník v historii světového investičního bankovníctví, poněvadž se na této burze začalo poprvé obchodovat s majetkovými cennými papíry. V Holandsku byly založeny první akciové společnosti počátkem 17. století, zabývající se obchodem s Indií. Již dříve sice existovaly v Amsterdamu společnosti, které si opatrovaly kapitál vydáváním stvrzenek, nazývaných „aktie“. Tyto stvrzenky však nezakládaly pohledávky vůči společnosti, nýbrž vůči jednotlivým osobám, které provozovaly obchodní činnost (Bewindhebbers). Stvrzenky nebyly z důvodu nezastupitelnosti schopny burzovního obchodu. V roce 1602 splynuly tyto společnosti ve Vereenigde Ostindische Compagnie, která obdržela od státu monopol pro obchod s Východní Indií. Vereenigde Ostindische Compagnie emitovala podíly, které se začaly obchodovat na amsterdamské burze. Na burze v Amsterdamu také došlo k velkému rozmachu termínových obchodů, což jí dalo rys moderní burzy.

Britské trhy cenných papírů prodělaly dlouhý a rušný vývoj. Od konce 16. století začínají bohaté měšťansko-šlechtické rodiny používat část naakumulovaného kapitálu k investování do velmi výnosných, ale rizikových koloniálních společností. Postupně vznikly investiční domy⁶ zabezpečující alokaci kapitálu na základě upisování státních a podnikových cenných papírů a jejich následném rozprodeji investorům. Naopak komerční banky se angažovaly pouze v depozitních a úvěrových obchodech, což vedlo k oddělení britského komerčního a investičního bankovníctví na základě tržních faktorů⁷. V letech 1564 až 1567 byla v Londýně postavena budova pro obchod se zbožím a půjčkami, nazývaná „The Bourse“, přičemž byla po třech letech – u příležitosti návštěvy královny Alžběty – přejmenována na „The Royal Exchange“. Tato budova v roce 1666 vyhořela, avšak již následující rok nechal Karel II. postavit novou budovu, která byla v roce 1838 rovněž zničena požárem. Zprostředkovatelé obchodů s akciemi⁸ se poprvé objevili v roce 1688 za vlády Viléma III. Scházeli se na Royal Exchange, kde se obchodovalo na různých místech s různými druhy zboží, takže se tam vytvořily speciální tržní segmenty s různými druhy zboží. Tento trh byl volně přístupný veřejnosti, což vedlo k tomu, že se ho zúčastňovali různí podvodníci a pojem brokera se stával synonymem lichváře. Vláda v tom viděla nebezpečí, a proto v roce 1697 vydala zákon, jímž byl stanoven počet přísežných dohodců na rovných 100. Byla vytvořena korporace a trh byl uzavřen pro širokou veřejnost. V roce 1698 část brokerů opustila Royal Exchange a začala obchodovat v Exchange Alley nebo v Change Alley pod širým nebem nebo v četných kavárnách. Tím ovšem zanikl organizovaný trh a brokerem se opět mohl stát kdokoli. V roce 1762 brokerové vytvořili klub a v roce 1773 koupili pro obchodní účely dům ve Sweeting Alle (The Stock Exchange). Tam se obchodovalo s akciemi, zatímco obchod s devizami zůstal na Royal Exchange. Postupem času nabývala Stock Exchange v obchodech s cennými papíry stále většího významu. Brokerové, obchodující v Royal Exchange, opustili sice v roce 1823 tuto burzu pro nedostatek místa a pro neshody s brokery, kteří obchodovali se zbožím; nesplynuli však se Stock Exchange, nýbrž vytvořili úplně samostatnou burzu Foreign Stock Exchange, existující

⁶ Nejstarším londýnským investičním domem je Baring Brothers.

⁷ Teprve až v 70. letech minulého století postupně dochází k postupnému propojování komerčních a investičních firem.

⁸ Angl. stockbrokers.

skoro až do poloviny 19. století, kdy obě burzy splynuly. Splynutím těchto burz se ukončil centralizační proces v britském burzovníctví a Stock Exchange získala monopolní postavení v organizování sekundárních obchodů s cennými papíry.

Pro počáteční rozvoj německého trhu cenných papírů sehrálo pozitivní roli založení bankovního domu Mayera Amschela Rothschilda (1743–1812)⁹, jehož syn Amschel zůstal ve Frankfurtu, zatímco ostatní tři synové se stali zakladateli bankovních domů v Paříži, v Londýně a ve Vídni. K výraznějšímu rozvoji investičních aktivit na území dnešního Německa došlo teprve v první polovině 19. století, kdy německé kapitalistické rodiny trpěly nedostatkem kapitálu a kolínští bankéři¹⁰ se začali podílet na financování rizikových projektů svými investicemi (přímými majetkovými účastmi). V 80. letech 19. století se postupně zapojily do zakladatelských a emisních obchodů i německé velkobanky¹¹.

Americké trhy cenných papírů se dynamicky začaly rozvíjet koncem 18. a začátkem 19. století. Investiční obchody provozovali jednotlivci, kteří získali značný majetek v jiných oblastech podnikání a přebytečný kapitál začali používat v obchodech s cennými papíry. Investiční domy J. P. Morgan¹², Lehman Brothers, Kuhn Loeb a Goldman Sachs získávaly kapitál na amerických i zahraničních finančních trzích a pomáhaly financovat mohutnou industrializaci americké ekonomiky v období mezi občanskou válkou a 1. světovou válkou. Důvodem vzniku burzy však byly finanční potřeby státu. V roce 1790 vznikl primární trh státních dluhopisů. Sekundární obchody s těmito cennými papíry měly zpočátku neorganizovaný charakter, což se projevovalo v jejich nízké likviditě. Proto 24 brokerů, kteří provozovali obchody s těmito dluhopisy, vydali pravidla pro obchod s cennými papíry a stanovili vyšší zprostředkovatelských poplatků. **Organizovaný sekundární trh byl tak v New Yorku vytvořen v roce 1792.** Prudký rozvoj amerického průmyslu začátkem 19. století vyvolal velkou poptávku po finančních zdrojích, což vedlo k velkému počtu nových akciových emisí. V roce 1817 se organizovaný sekundární trh usídlil ve zvláštních místnostech na Wall Street, kde se od samého počátku obchodovalo. Organizovaný sekundární trh se nejprve nazýval „New York Stock and Exchange Board“, v roce 1863 se přejmenoval na „New York Stock Exchange“.

1.3 Rozmach trhů cenných papírů v 19. a 20. století

Obrovský rozmach trhů cenných papírů probíhal zejména v druhé polovině 19. a začátkem 20. století. Nefinanční korporace stále častěji emitovaly různé druhy cenných papírů a investiční banky se zejména angažovaly v ručitelských emisních obchodech. Tento rozmach byl ukončen Velkou hospodářskou krizí v letech 1929–1932. Krize v burzovníctví se projevila prudkým poklesem kursů, snížením obrátů, omezením termínových obchodů a silným vměšováním státu do těchto trhů. Zásadní reforma byla rovněž realizována v oblasti institucionálního začlenění investičního bankovníctví. Např. v USA „Glass-Steagall Act“ rozdělil aktivity univerzálních bank, což vedlo ke vzniku odděleného bankovníctví¹³.

K nové etapě v americkém investičním bankovníctví dochází v 50. letech minulého století. Masová reklama, široce dostupné finanční a investiční vzdělání a rozsáhlé pobočkové sítě investičních firem

⁹ Původně oděvní a mincovní kupec, který diverzifikoval své podnikání i do bankovní sféry.

¹⁰ Např. Schaafhausen nebo Oppenheim.

¹¹ Např. Deutsche Bank, Dresdner Bank nebo Commerzbank.

¹² John Pierpont Morgan (1837–1913), jeden z nejslavnějších světových finančníků v dosavadní historii. Narodil se v bankéřské rodině a podnikatelskou dráhu zahájil již v roce 1856. V následujících 50 letech využil svých odborných znalostí a zkušeností z bankovníctví k postupnému ovládnutí velkých amerických průmyslových a dopravních společností. Na podzim roku 1907 zorganizoval a realizoval program vedoucí k vyřešení americké finanční krize.

¹³ Podrobný výklad modelu odděleného bankovníctví je proveden v 7. kapitole.