



EVROPSKÁ UNIE  
Evropské strukturální a investiční fondy  
Operační program Výzkum, vývoj a vzdělávání



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,  
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY

Název projektu	Rozvoj vzdělávání na Slezské univerzitě v Opavě
Registrační číslo projektu	CZ.02.2.69/0.0./0.0/16_015/0002400

Prezentace předmětu:  
**FINANČNÍ TRHY**

Vyučující:  
Ing. Tomáš Heryán, Ph.D.



SLEZSKÁ  
UNIVERZITA  
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ  
FAKULTA V KARVINĚ



## Struktura přednášky:

- Úvod do problematiky
- Členění dluhopisů
- Emise
- Hodnota dluhopisu
- Faktory mající vliv na hodnotu

- Dluhopis představuje dlouhodobý dlužnický CP, jehož prostřednictvím emitent získává cizí zdroje financování a zavazuje se vůči jeho vlastníkům (investorům) splacením takového dluhu.
- Je to tedy jiná forma financování než úvěr, platí inverzní vztah mezi tržní hodnotou dluhopisů a tržními úrokovými sazbami (klesá-li úroková sazba, zvyšuje se naopak tržní cena dluhopisů a může to mít dopad na poptávku po investicích do dluhopisů).
- Dle emitenta dělíme na dluhopisy vládní, municipalit, bankovní, a dluhopisy korporátní (firemní).

- **Dle výnosu** – fixní výnosová míra (fixní kuponová platba), variabilní, a nulová výnosová míra.
- **Dle zajištění** – fixně daným majetkem, variabilně celým majetkem emitenta, kolaterálně dalšími cennými papíry, bez zajištění.
- **Dle způsobu splácení** – předčasně vypověditelné, kdy je možnost jejich předčasného splacení emitentem kompenzována výší zisku. Rovněž předčasně splatitelné ze strany investora. Postupně umořovaný dluhopis se splácí na základě anuitního splácení, kdy je kuponová platba odvozena vždy od nesplacené části, amortizuje se zpravidla rovnoměrně.

- **Dluhopisy konvertibilní** – před dnem splatnosti se převedou na předem stanovené množství akcií téhož emitenta. Výhodou je, že pokud roste hodnota akcií, roste i hodnota dluhopisů, naopak klesá méně. Také chrání investory v případě fixních kuponových plateb před rozhodnutím valné hromady nevyplácet dividendy.
- **Opční dluhopisy** – obsahují navíc opční list, který dává majiteli právo na nákup akcií emitenta. Opční list je buď součástí dluhopisu (cum), nebo samostatně obchodovatelný warrant (ex).



Před emisí dluhopisů zveřejňuje emitent prospekt, který potenciálním investorům poskytuje tyto informace (13):

- **Jméno emitenta.**
- **Měna emise** – domácí, zahraniční dluhopisy.
- **Hodnota emise** – představuje celkovou částku, kterou emitent hodlá získat z kapitálového trhu. Čím vyšší částka, tím vyšší likvidita instrumentu.
- **Rozdělení emise** – celková hodnota je rozdělena na menší částky, představující nejmenší investici do takového instrumentu. Opět platí, čím vyšší počet, tím vyšší pravděpodobnost budoucí likvidity.

- **Forma důchodu** – fixní kupón (straight bonds), variabilní (po vypršení úrokového období se vždy přizpůsobuje tržním podmínkám), s nulovým kuponem (zero bond je emitován pod nominální hodnotou).
- **Doba životnosti** – interval, po který budou dluhopisy obíhat na kapitálovém trhu (krátkodobé < 5 let, střednědobé < 10 let, dlouhodobé > 10 let, existují i dluhopisy věčné).
- **Termín a forma upsání** – nové emise jsou upisovány zpravidla několik dnů, přitom mohou být nabízeny širokému okruhu investorů, nebo pouze omezenému počtu.



- **Emisní kurz** – cena za kterou je dluhopis k dispozici, odlišuje se na základě tržních podmínek, tzn. blíží se tím více k nominální hodnotě, čím více se nominální úročení blíží aktuální úrokové úrovni.
- **Splácení**
  - dle umořovacího plánu – vyplácí pouze kupony.
  - anuitní splácení – emitent každoročně splácí část svého dluhu na kapitálovém trhu.
  - povinnost zpětného odkupu – zavazuje se v časový interval koupit zpět stanovenou část, pokud kurz klesne pod stanovenou část, nemůže jej nabídnout.
  - výpověď dluhopisu – splatit emisi, emitovat novou.





- **Záruky** – zajištění splacení dlužné částky buď majetkem emitenta, nebo třetí stranou (garantuje stát, či pojištění).
- **Svěřenecká jistota** – v zákoně vyspělých zemích jsou vymezeny CP, do kterých lze investovat svěřenecké peníze. Jestliže do nich dluhopis patří, lze očekávat vyšší poptávku.
- **Forma obchodů** – dává informace o budoucí likviditě dluhopisu, i když v poslední době se více obchoduje na mimoburzovních trzích.
- **Tranše** – jsou to části emise, které se vydávají za odlišných podmínek (jiná splatnost, úročení apod.)

# Hodnota dluhopisu

---



- Hodnota dluhopisu je vlastně současná hodnota budoucího proudu hotovostních toků, což lze vyjádřit jednoduše:

$$PV_B = \frac{C_1}{(1+r)^1} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_n + F_n}{(1+r)^n}$$

kde:

- PV ...hodnota dluhopisu,
- C ...cash flow toky, kupon (úrokové platby),
- n ...počet let, splatnost,
- F ...umořovací hodnota (ne pouze nominální!!),
- r ...tržní úroková sazba.

- Hodnota dluhopisu je ovlivňována čtyřmi veličinami:
  - Úrokové platby (kupon),
  - Umořovací hodnota,
  - Doba splatnosti,
  - Tržní úroková míra.
- Vzhledem k tomu, že první tři faktory jsou zpravidla předem stanoveny, primárním kurzotvorným faktorem na trhu dluhopisů vysoce bonitních emitentů je změna tržních úrokových sazeb.
- Zde platí inverzní vztah mezi hodnotou dluhopisu (tržní cenou) a tržními úrokovými měrami.

- Inverzní vztah je snadno pochopitelný ze základního vzorce pro současnou hodnotu.
- Tržní cena dlouhodobých dluhopisů je na změnu tržních úrokových sazeb více citlivá než u krátkodobých.
- Citlivost na změnu však roste s dobou splatnosti klesající měrou.
- Tržní cena dluhopisu je citlivější na pokles sazeb.
- Dluhopis s nízkým kuponem je více citlivý na změnu úrokových sazeb.
- Tržní cena je více citlivá na změnu při nižších úrokových sazbách, než při vyšších.

# Zdroje:

---



SLEZSKÁ  
UNIVERZITA  
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ  
FAKULTA V KARVINĚ

- MUSÍLEK, P. Trhy cenných papírů - 2. aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, str. 40-42, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5.

# II. OCEŇOVÁNÍ DLUHOPISŮ

---



SLEZSKÁ  
UNIVERZITA  
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ  
FAKULTA V KARVINĚ

## Struktura přednášky:

- Výnos dluhopisu
- Durace
- Konvexita
- Rating a jeho role na trhu CP

- Jak již bylo řečeno, dluhopis má vždy nějakou tržní hodnotu, umořovací a nominální hodnotu, úrokovou výnosovou míru (kupon) a musíme při jeho ocenění brát v úvahu rovněž i tržní úrokovou míru.
- Proto existují základní výpočty, pracující právě s těmito veličinami:
  - Nominální a běžný výnos,
  - Aproximační výnosy (do doby splatnosti, výpovědi, a očekávaný realizační),
  - Durace dluhopisu,
  - Konvexita dluhopisu.

- Nominální výnos vyplývá z poměření roční úrokové platby a nominální hodnoty dluhopisu. Pokud je nominální hodnota rovna tržní ceně, jsou si rovny i nominální a běžný výnos.

$$c = \frac{C}{F} \cdot 100$$

$$y = \frac{C}{P_0} \cdot 100$$

kde:

- $c$  ...nominální výnos
- $F$  ...nominální cena
- $C$  ...výše úrokových plateb
- $y$ ...běžný výnos
- $P_0$ ...tržní cena



# Aproximační výnos 1/3



- **Do doby splatnosti** – pokoušíme se odhadnout přibližný výnos, při němž se bude tržní cena rovnat budoucím příjmům z držení takového dluhopisu.

$$AYTM = \frac{C + \frac{F_n - P_0}{n}}{(0,6 * P_0) + (0,4 * F_n)} * 100$$

kde:

- AYTM...výnos do doby splatnosti,
- C ...peněžní tok, roční výše úrokových plateb,
- P<sub>0</sub> ...tržní cena,
- n ...počet let do splatnosti,
- F<sub>n</sub> ...umořovací hodnota.

- **Do doby výpovědi** – pokoušíme se odhadnout přibližný výnos do doby výpovědi dluhopisu, vycházíme z předchozího vzorce.

$$AYTC = \frac{C + \frac{P_c - P_0}{n}}{(0,6 * P_0) + (0,4 * P_c)} * 100$$

kde:

- AYTC...výnos do doby výpovědi,
- C ...peněžní tok, roční výše úrokových plateb,
- P<sub>0</sub> ...tržní cena,
- n ...počet let do výpovědi,
- P<sub>c</sub> ...očekávaná tržní cena v době výpovědi.

- **Očekávaný realizační výnos** – někdy se dluhopis rozhodneme držet pouze určitý čas, pokoušíme se tedy odhadnout přibližný výnos do doby jeho prodeje.

$$YTR = \frac{C + \frac{P_r - P_0}{n}}{(0,6 * P_0) + (0,4 * P_r)} * 100$$

kde:

- YTR...očekávaný realizační výnos,
- C ...peněžní tok, roční výše úrokových plateb,
- P<sub>0</sub> ...tržní cena,
- n ...počet let do prodeje dluhopisu,
- P<sub>r</sub> ...očekávaná realizační cena v době prodeje.

# Příklad



<i>Dluhopis</i>	<i>Kuponová platba</i>	<i>Umořovací hodnota</i>	<i>Tržní cena</i>	<i>Doba splatnosti</i>
A	200,- CZK	1500,- CZK	1450,- CZK	5 let
B	300,- CZK	1400,- CZK	1490,- CZK	6 let

$$AYTM = \frac{C + \frac{F_n - P_0}{n}}{(0,6 * P_0) + (0,4 * F_n)} * 100$$

$$AYTM_A = \frac{\frac{1500 - 1450}{5} + 200}{(0,4 * 1500) + (0,6 * 1450)} * 100$$

$$AYTM_B = \frac{\frac{1400 - 1490}{6} + 300}{(0,4 * 1400) + (0,6 * 1490)} * 100$$

$$AYTM_A = \frac{210}{600 + 870} * 100 = \mathbf{14,29\%}$$

$$AYTM_B = \frac{285}{560 + 894} * 100 = \mathbf{19,6\%}$$

- Durace představuje citlivost tržní ceny dluhopisu na změnu tržních úrokových sazeb. Počítá se dle vzorce:

$$D_M = \frac{PVCF_1 * 1}{V_0} + \frac{PVCF_2 * 2}{V_0} + \dots + \frac{PVCF_n * n}{V_0}$$

kde

- $D_M$ ...průměrná doba příjmů z dluhopisu (durace),
- $PVCF_{1,2,\dots,n}$ ...PV příjmů z dluhopisu v jednotlivých letech,
- $V_0$ ...celková PV dluhopisu,
- $n$ ...počet let do doby splatnosti.

- Durace je vyjádřena v letech a nikdy nemůže přesáhnout dobu do splatnosti dluhopisu.
- Čím vyšší je hodnota durace, tím vyšší je vliv změny tržních úrokových sazeb na tržní cenu dluhopisu.
- Durace měří pouze citlivost na změnu tržních úrokových sazeb, neměří však citlivost na změnu neúrokových faktorů (změna platební schopnosti emitenta, vykonání výpovědního práva, nižší likvidita).
- Durace předpokládá, že se krátkodobé a dlouhodobé sazby chovají stejně, v praxi jsou však krátkodobé úrokové sazby více volatilní než dlouhodobé.

- Konvexita pak slouží k vyjádření nové tržní ceny dluhopisu při dané změně tržních úrokových sazeb.

$$K = \frac{1 * (1 + 1) * PVCF_1 + 2 * (2 + 1) * PVCF_2 + \dots + n * (n + 1) * PVCF_n}{(1 + r)^n}$$



# Příklad 1

---



## Příklad\_1:

Určete cenu dluhopisu, duraci a konvexitu.

Data: nominální hodnota dluhopisu = 1000 EUR, kupónová sazba = 10%, výnos do splatnosti = 9%, doba splatnosti = 2 roky.

$$V_0 = \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \frac{C_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{C_n + F_n}{(1+r)^n}$$

$$V_0 = \frac{100}{1,09} + \frac{100 + 1000}{1,09^2} = \mathbf{1017,60 CZK}$$

# Příklad 1



## Příklad\_1:

Určete cenu dluhopisu, duraci a konvexitu.

Data: nominální hodnota dluhopisu = 1000 EUR, kupónová sazba = 10%, výnos do splatnosti = 9%, doba splatnosti = 2 roky.

$$D_M = \frac{PVCF_1 * 1}{V_0} + \frac{PVCF_2 * 2}{V_0} + \dots + \frac{PVCF_n * n}{V_0}$$

$$D_M = \frac{\frac{1 * 100}{1,09} + \frac{2 * (100 + 1000)}{1,09^2}}{1017,6} = \mathbf{1,9098 \text{ let}}$$

# Příklad 1



## Příklad\_1:

Určete cenu dluhopisu, duraci a konvexitu.

Data: nominální hodnota dluhopisu = 1000 EUR, kupónová sazba = 10%, výnos do splatnosti = 9%, doba splatnosti = 2 roky.

$$K = \frac{1 * (1 + 1) * PVCF_1 + 2 * (2 + 1) * PVCF_2 + \dots + n * (n + 1) * PVCF_n}{(1 + r)^n}$$

$$K = \frac{\frac{1 * 2 * 100}{1,09} + \frac{2 * 3 * 1100}{1,09^2}}{1,09^2} = 5738,60 \text{ CZK}$$

- Hlavním úkolem ratingu je nejen popsat bonitu emitenta dluhového CP, ale rovněž jej zařadit do určité skupiny dle standardizovaného systému (přiřadit mu ratingovou známku, vyjadřující stupeň rizika).
- První ratingové agentury vznikly již v polovině 19. stol. a zaměřovaly se výhradně na posuzování bonity emitentů dluhových CP.
- Mezi nejznámější ratingové agentury patří Moody's Corporation (státní a soukromé dluhové CP, 40 % světa), Standard & Poor's (nejstarší, známá i pro své akciové analýzy a vytváření akciových indexů), Fitch Ratings (specializované ratingy finančních korporací).



- Konflikt zájmů mezi poradenskou a ratingovou činností.
- Selhání na poli hodnocení strukturovaných produktů.
- Rovněž ale na poli etiky a poctivých obchodních praktik.
- V polovině roku 2010 nabylo v EU činnost nařízení o regulaci ratingových agentur (KOM, 2008/704), které sleduje následující základní cíle:
  - Omezení a zabránění střetu zájmů,
  - Zkvalitnění ratingových postupů a hodnocení,
  - Zkvalitnění otevřenosti zavedením informační povinnosti pro ratingové agentury,
  - Zavedení registrace a dohledu ratingových agentur.

# Zdroje:

---



SLEZSKÁ  
UNIVERZITA  
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ  
FAKULTA V KARVINĚ

- MUSÍLEK, P. Trhy cenných papírů - 2. aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, str. 407-423, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5.

# III. AKCIOVÝ TRH

---



SLEZSKÁ  
UNIVERZITA  
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ  
FAKULTA V KARVINĚ

## Struktura přednášky:

- Úvod do problematiky
- Členění akcií
- Akciová emise
- Postup při vydávání CP
- Transakce s akciemi

- Akcie představují majetkové CP, jejichž prostřednictvím získává akciová společnost základní kapitál (součást vlastního kapitálu společnosti) z externích zdrojů financování. Dělíme je dle:
  - **Práv** – kmenová, prioritní, zaměstnanecká,
  - **Tržní ceny** – vysoká (těžká), průměr, nízká (lehká),
  - **Termínu emise** – stará, nová (IPO),
  - **Původu** – domácí, zahraniční,
  - **Převoditelnosti** – na doručitele, na jméno, na řad,
  - **Podoby** – materializovaná, zaknihovaná.



- **Kmenové akcie** – klasický typ akcií spojen se základními právy podílet se na vedení, zisku a likvidačním zůstatku společnosti. Dle jejich % objemu zastoupení, má na valné hromadě akcionář hlasovací práva (minoritní/majoritní, holdingy v ČR).
- **Prioritní akcie** – oproti předchozím řada výhod i nevýhod, kdy mohou obdržet dividendu i v případě nevyplácení, přednostní právo na likvidačním zůstatku (ne vždy), max. 50 % ZK, omezení hlasovacích práv.
- **Zaměstnanecké** – motivace a finanční zainteresovanost zaměstnanců na fungování a zisku společnosti, max. 5 % objemu emise.

- Emise akcií, tedy vydání majetkových CP akciovou společností může být vlastní (bez finančního prostředníka), nebo cizí, kdy emitenta zastupuje např. banka.

Rozlišujeme 3 druhy emisních obchodů:

- **Ručitelský** – prostředník nakupuje celou emisi na vlastní účet a nese tak riziko nerozprodání celého objemu emise.
- **Komisionářský** – obchody vlastním jménem na cizí účet, kdy riziko nese emitent.
- **Prodejní** – právo prodeje emise je převedeno na třetí osobu, děje se tedy cizím jménem na cizí účet.

Proces emise není nijak přesně stanoven, nicméně základních 9 kroků se dá označit za standardní:

- Finanční rozhodování deficitní jednotky,
- Stanovení výše kapitálových nákladů,
- Výběr emisního prostředníka,
- Příprava prospektu a registrace emise,
- Vytvoření emisního syndikátu,
- Prezentace a předběžný marketing,
- Závěrečné jednání,
- Umístění cenných papírů na trh,
- Post-emisní operace.



# 1. Finanční rozhodování deficitní jednotky

---

- Před emisí CP stojí deficitní jednotka (emitent) před zásadními rozhodnutím, k emisi jakých CP nebo jaké to dojde? (akcie, dluhopisy, komerční papíry, přijetí úvěru, zadržení zisku apod.)

Musí zodpovědět tyto otázky:

- Jaký objem a denominovaná měna emise?
- Na jak dlouhé období potřebuje prostředky?
- Potřebuje celý objem již na začátku období?
- Preferuje jednotka splátkový kalendář nebo jednorázovou splátku?
- Ocení věřitelé (přebytkové jednotky) příznivěji obchodovatelné CP lépe než neobchodovatelné?

## 2. Stanovení výše kapitálových nákladů

---



- Jelikož akciové společnosti tedy využívají různých forem získávání kapitálu, je nutné vypočítat náklady.
- Průměrné vážené náklady na získávání kapitálu WACC jsou průměrem individuálních nákladů, které jsou váženy podílem na celkovém kapitálu.
- V jednoduchosti tedy násobíme např. průměr nákladů na vlastní kapitál jeho podílem vůči celkovému kapitálu, a přičítáme průměr nákladů na cizí kapitál násobený podílem cizího kapitálu na kapitál celkový, a tak dále dle dostupných zdrojů financování.

# WACC – vážené náklady na kapitál

---



$$WACC = K_C * \frac{E}{(E + D + PS)} + K_D * \frac{D}{(E + D + PS)} + K_P * \frac{PS}{(E + D + PS)}$$

kde:

- $K_C$  ... Ø náklady financování kmenovými akciemi,
- $K_D$  ... Ø náklady dluhového financování,
- $K_P$  ... Ø náklady financování prioritními akciemi,
- $E$  ...tržní hodnota kmenových akcií,
- $D$  ...tržní hodnota dluhového financování,
- $PS$  ...tržní hodnota prioritních akcií.

### 3. Výběr emisního prostředníka

---



- Realizuje se buď sjednaným nebo soutěžním způsobem.
- Sjednaný způsob je založen zejména na dlouhodobé spolupráci mezi emitentem a prostředníkem (bankou).
- Empirické studie i tak ale poukazují na fakt, že při soutěžním způsobu, kdy jsou předem vybráni potenciální prostředníci, vyzváni k předložení svých soutěžních nabídek, je dosaženo optimálnějších podmínek. Tato soutěž často končí sepsáním smlouvy o uskutečnění emise za dohodnutých podmínek, obsahující časový plán, výši rozpětí mezi nákupní a prodejní cenou, a výši provize.

## 4. Příprava prospektu a registrace emise

---



- Nejdříve je připraven předběžný prospekt, kde jsou uvedeny pouze základní informace o emitentovi (není uvedena emisní cena, ani členové emisního syndikátu) a tento prospekt není považován za nabídku prodeje. V anglosaském světě je označován jako „červený herink“, který informuje o skutečnosti, že dosud neregistrovaný CP nesmí být nabízen ani prodáván.
- Závěrečný prospekt pak obsahuje již všechny náležitosti, s tím, že zprostředkovatel rovněž provede registraci emise u regulatorních orgánů. Jestliže se emise hodlá obchodovat na burzovních trzích, musí se rovněž splnit náležitosti k obchodování.



## 5. Vytvoření emisního syndikátu

---



- Při větších emisích se vytvářejí emisní konsorcia, tvořené **manažerskou skupinou** (vede celou emisí), **ručitelskou skupinou** (společnosti, které se zavazují odkoupit a prodat část emise na vlastní účet a riziko), a **prodejní skupinou** (ta odkupuje akcie od předchozí za velkoobchodní ceny a nabízí je investorům za maloobchodní ceny s přírůžkou).
- Model náhradního ručení – každý člen ručitelské skupiny ručí za určitou část emise a jejího prodeje.
- Chicagský model – ručí každý člen syndikátu.
- Pařížský model – ručení se dělí dle možností členů.
- Model neomezeného ručení – vzájemné ručení členů.

## 6. Prezentace a předběžný marketing

---



- Prezentace budoucí emise (roadshow) potenciálním investorům se uskutečňuje na dvou úrovních. Nejdříve širokému spektru institucionálních investorů, poté individuálně jednotlivým společnostem, kdy zástupci manažerské skupiny analyzují celý proces a získané poznatky uplatňují při samotném ocenění.
- Předběžný marketing navazuje na prezentaci, je však zahájen až po stanovení přesného data uskutečnění emise. Děje se formou adresného elektronického informování potenciálních investorů. Cílem je rovněž zjištění skutečného zájmu a získání zpětné vazby na úroveň ocenění celé emise.

## 7. Závěrečné jednání

---



- Svolává jej vedoucí manažer emise, účastní se jej členové syndikátu, emitent, účetní a právník emitenta.
- Jsou zde definitivně stanoveny závěrečné podmínky smlouvy mezi emitentem a ručiteli. Vedoucí ručitelské skupiny stanoví případnou alokaci ručení mezi členy, maloobchodní cenu pro veřejnost a výši spreadu. Jestliže je cena stanovena až nakonec, snižuje to riziko volatility kurzu při emisi, nazývá se veřejné ocenění.
- Při stanovení emisní ceny již v okamžiku uzavření smlouvy o emisi se ocenění nazývá předsunuté (členové syndikátu nesou vyšší riziko, vyšší provize).

## 8. Umístění cenných papírů na trh

---



Prodej akcií investorům, kdy rozlišujeme 3 techniky:

- **Veřejné upsání** – probíhá poměrně krátkou dobu, kdy je v prvním kroku vydáno upisovací prohlášení a v druhém kroku investor podepíše subskripční list, kdy se zaváže odebrat určitý počet akcií za stanovenou cenu.
- **Volný prodej** – každý den se stanoví nová emisní cena na základě nabídky a poptávky, není zde stanovena emisní doba, emise končí rozprodáním.
- **Tender** – veřejné aukce, kdy jsou investoři uspokojováni dle cenových/množstevních požadavků.

## 9. Post-emisní operace

---



- Provádění intervenčních operací a vystupování v pozici tvůrce trhu na sekundárním trhu (stabilizace tržní ceny a podpora likvidity) provádějí emisní prostředníci pouze krátce. Podpora poptávky po akciích za tržní cenu.
- Členové syndikátu obdrží provizi (komisní a prodejní syndikát), spread (ručitelské konsorcium a ti, kdo se podíleli na distribučním procesu). Emitent ale musí dále uhradit administrativní náklady, které tvoří mnohdy významnou část (poradenské, právní, účetní provize, a úhrada nákladů tisku prospektů).

- **Štěpení akcií** – zvětšení objemu (split) např. 3:2 o nižší nominální hodnotě. Reverzní split je naopak snížení počtu akcií např. 1:2 a emitování nových s vyšší nominální hodnotou (vnímáno negativně).
- **Skupování vlastních akcií** – emitent nakupuje zpět své akcie a přerozdělí je mezi akcionáře, kdy si tak sníží daňový základ, snižuje se základní kapitál, ale roste EPS, je tedy vnímáno pozitivně.
- **Opční programy** – nahrazují zaměstnanecké akcie, kdy jsou zejména manažeři interesováni na maximalizaci tržní hodnoty společnosti.

# Zdroje:

---



SLEZSKÁ  
UNIVERZITA  
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ  
FAKULTA V KARVINĚ

- MUSÍLEK, P. Trhy cenných papírů - 2. aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 185-200, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5.
- POLOUČEK, S., a kol. Peníze, banky, finanční trhy. 1. vydání. Praha : C. H. Beck, str. 151-166, 2009. ISBN 978-80-7400-152-9.

# IV. AKCIOVÉ ANALÝZY

---



SLEZSKÁ  
UNIVERZITA  
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ  
FAKULTA V KARVINĚ

## Struktura přednášky:

- Úvod do problematiky
- Fundamentální analýza
- Technická analýza
- Psychologická analýza



- Akciové analýzy předpokládají, že kurz akcie je na trhu špatně ohodnocen a existuje ještě prostor opakovaně dosáhnout vyšších výnosů.
- Každý typ analýzy má odlišné požadavky na datovou základnu a liší se proto i prováděnými postupy. Liší se rovněž sférou užití, cíli, vypovídací hodnotou a v neposlední řadě i svou použitelností.
- Pokud chce analytik či investor objasnit dosavadní a případně prognózovat budoucí vývoj, může volit ze základních čtyř přístupů: **fundamentální, technická, psychologická analýza**, a teorie efektivních trhů.

- Je nejrozsáhlejším a nejkompexnějším přístupem k objasnění kurzových pohybů. Zabývá se zkoumáním základních a podstatných ekonomických, politických, sociálních, geografických, demografických a jiných faktorů a událostí, které determinují vnitřní hodnotu akcie.
- Základní členění fundamentální analýzy je na globální (na makroekonomické úrovni), odvětvovou, a fundamentální analýzu jednotlivých titulů (firemní). Ve většině případů začíná analytik práci seshora.
- Záběr fundamentální analýzy je tedy skutečně široký a její druh závisí na faktorech, které do ní spadají.



- Jejím cílem je prozkoumat vliv ekonomik(y) na vnitřní hodnotu analyzované akcie.
- K charakteristice stavu ekonomiky slouží důležité makroekonomické agregáty a faktory, jako např. úrokové míry, inflace, HDP, peněžní zásoba, pohyb mezinárodního kapitálu, devizové kurzy, politické a ekonomické šoky a mnohé další...
- Zkoumáním historického vývoje akciových kurzů a vybraných globálních faktorů pomocí redukovaných modelů byly objeveny určité vztahy, které lze chápat v některých případech jako východisko pro výpočet predikovaných kurzů do budoucna.



- Empirické studie prokázaly v mnohých případech velmi obdobné výsledky, i když nutno podotknout, že na dále uvedené vztahy má vliv mnoho faktorů.
- Silný negativní korelační vztah byl nalezen v případě úrokových měr a kurzů akciového trhu.
- Slabší, ale rovněž negativní korelační vztah byl potvrzen v případě inflace a akciových kurzů.
- Platí pravidlo, že akciové kurzy jsou zrcadlem výkonnosti ekonomiky. Díky tomu, že vývoj kurzů předbíhá vývoj ekonomiky o 3-9 měsíců, nelze jej použít pro jejich predikci.
- Prakticky nulový vztah akcie a kurzy devizového trhu.



- Úkolem je identifikovat rysy a specifika odvětví, v němž společnost působí a naznačit možný vliv na hodnotu akcie této společnosti.
- Mezi odvětvové faktory řadíme např. životní cyklus odvětví, citlivost odvětví na hospodářský cyklus, legislativní a ekonomické podmínky v odvětví, struktura odvětví (typ), případné perspektivy a rizika do budoucna, rozsah inovační činnosti a technologických změn, dopad regulatorních orgánů na zisky a tržby společností z odvětví.
- Pro dlouhodobou úspěšnost je nutné identifikovat velmi růstová odvětví díky inovačním procesům.



- Největší kolísavost zisků a kurzů lze prokázat u cyklických a silně konkurenčních odvětví. Cyklická odvětví mírně předbíhají vývoj hospodářského cyklu.
- Naopak stabilita v rozkolísanosti zisků a vývoje akciových kurzů lze potvrdit v odvětví monopolním a neutrálním vůči hospodářskému cyklu.
- Oligopolní odvětví jsou vysoce citlivá na vývoj hospodářského cyklu, ale díky stabilním ziskům se dá vývoj jejich kurzu i poměrně přesně predikovat.
- Vládní zásahy mohou mít negativní (pokuty, sankce), ale i pozitivní dopad (omezení vstupu do odvětví).

# Firemní fundamentální analýza

---



- Úkolem je analyzovat a stanovit vnitřní hodnotu akcie a identifikovat nadhodnocené a podhodnocené akcie pro zaujetí pozice.
- Dlouhou (kupní) pozici zujímám, najdu-li na trhu akcii podhodnocenou. Její tržní cena je nižší než je její vnitřní hodnota, proto lze očekávat růst jejího kurzu.
- Opačnou, krátkou (prodejní) pozici zaujmu, podaří-li se mi v portfoliu nalézt nadhodnocenou akcii. Tržní cena nyní převyšuje vnitřní hodnotu a očekává se její pokles.
- Ke kalkulaci vnitřní hodnoty je vytvořena celá řada kalkulací a modelů. Některé vycházejí z budoucích příjmů ošetřených z hlediska časové hodnoty, jiné z interních dat firmy, doplněných o historická data.

**Tab. 18.18** Přehled vlivu neočekávaných makroekonomických, odvětvových a podnikových faktorů na tržní cenu akcie

Faktor	Tržní cena (P)
↑ Pozitivní globální a regionální události	↑P
↑ HDP	↑P
↑ Deficitu státního rozpočtu a výše veřejného dluhu	↓P
↓ Daňového zatížení	↑P
↑ Úrokových sazeb	↓P
↑ Peněžní nabídky	↑P
↑ Inflace	↓P
↑ Nelikvidity	↓P
↑ Ochrany vnějších investorů	↑P
↑ Přílivu zahraničního kapitálu	↑P
↑ Akciová móda	↑P
↑ Pozitivní ekonomický nebo politický šok	↑P
↑ Prosperity odvětví	↑P
↑ Zisku	↑P
↑ Dividend	↑P
↑ Investic	↑P
↑ Zadluženosti do určité výše	↑P
↑ Emise akcií	↓P
↑ Tržeb	↑P
↑ Tržního podílu	↑P
↑ Inovací	↑P
↑ Kvality managementu	↑P
Kotace	↑P
Zahrnutí do burz. indexu	↑P
Fúze	↑P
Akviziční nabídka	↑P
Převzetí jiné společnosti	↓P

# Globální vztahy



**SLEZSKÁ  
UNIVERZITA**  
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ  
FAKULTA V KARVINĚ





Je nejstarší analýzou zabývající se vývojem kurzů akcií. Teoreticky základní principy shrnul a rozpracoval Dow na začátku a 30. letech 20. století. Podstata:

- Akciové kurzy v sobě zahrnují všechny relativní info.
- 3 pohyby kurzů: primární, sekundární, terciální.
- Budoucí vývoj lze predikovat z minulosti.
- Objem obchodů musí potvrzovat trend.
- Na základě vytvořené linie Dow Lines predikuje kurz.
- Akciové indexy se musí navzájem potvrzovat.



Dowova koncepce technické analýzy je však dodnes podrobována kritice hlavně díky:

- Příliš pozdním signálům, co teorie přináší.
- Některé signály falešné a ne jasně interpretovatelné.
- Orientuje se pouze na zkoumání primárních trendů.
- Nedefinuje dobu trvání a velikost primárního trendu.
- Nevýhodou TA je rovněž, že dva naprosto shodné grafy nevyčtou dva analytici nikdy shodně a liší se mnohdy zásadně i jejich závěry. Záleží totiž nejen na zkušenostech, ale mnohdy i na subjektivním dojmu analytika, který takovou analýzu provádí.



- Základní principy TA lze zachytit do 3 tezí, říkají vše.
- Vývoj na trhu diskontuje vše – informace, ač se zpožděním, se promítají do ceny kurzů. Analytik TA se však nezajímá o příčiny, ale pouhý pohyb kurzu.
- Existují vzory v pohybu kurzů – dle analytiků existují dané vzory, které se pak v grafickém vyjádření opakují.
- Historie se opakuje – tyto vzory se opakují, protože se lidská psychologie investování radikálně nemění.
- Grafické metody jsou mnohdy doplněny o technické indikátory, částečně vycházející z kvantitativního vyjádření.

- Jejím úkolem je predikovat vývoj kurzu akcie na základě psychologie investorů, kdy se analytici přiklánějí k teorii psychologie chování davu.
- **Spekulativní rovnovážná hypotéza** (Keynes) tvrdí, že je nemožné něco v ekonomii matematicky přesně predikovat, protože rozhodnutí jsou subjektivní.
- **Kostolanyho burzovní psychologie** je založená na faktu, že v krátkém období se projevují psychologické faktory. Hráči dle okolí, spekulanti dle sebe (menšina).
- **Teorie hlučného obchodu** zdůrazňuje psychologický vliv iracionálních spekulantů na výši kurzu akcie, kdy mohou vytvářet i umělé bubliny (druhá skupina racionální arbitrážeri).

FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	TECHNICKÁ ANALÝZA	PSYCHOLOGICKÁ ANALÝZA
Soustřeďuje se na to, co by se z fundamentálního hlediska mělo stát v následujících dnech, týdnech, měsících, popř. letech (predikce z historických dat).	Soustřeďuje se na to, co se děje a v minulosti dělo na trhu. Na základě toho pak predikuje budoucí vývoj (nejbližší dny, týdny, měsíce).	Soustřeďuje se na to, co se v tomto okamžiku děje na trhu. Na základě tohoto pozorování pak odvozuje nejbližší budoucnost (tj. nejbližší hodiny, dny).
Jako základní impulz, který ovlivňuje pohyb akciových kurzů, uvažuje fundamentální faktory (globální, odvětvové, firemní).	Jako základní impulz, který ovlivňuje pohyb akciových kurzů, uvažuje změnu vztahu mezi nabídkou a poptávkou vyvolanou fundamentálními, psychologickými, neracionálními aj. faktory.	Jako základní impulz, který ovlivňuje pohyb akciových kurzů, uvažuje lidskou psychiku, která determinuje posouzení událostí na trhu investorem, a jeho následné reakce (tj. nákup, prodej, nebo vyčkávání).
Používá se pro střednědobý a dlouhodobý investiční horizont (týdny, měsíce, roky).	Používá se zejména pro krátkodobý investiční horizont.	Používá se pouze pro krátkodobý investiční horizont (hodiny, dny).

FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	TECHNICKÁ ANALÝZA	PSYCHOLOGICKÁ ANALÝZA
Odpovídá na otázku „Proč se co stane“.	Odpovídá na otázku „Kdy se co stane“.	Odpovídá na otázku „Jak myšlení a chování investorů ovlivňuje kurz akcií“.
Je schopna provést výběr (stock pricing) jednotlivých akcií.	Používá se pro timing (načasování) obchodů. Není schopna provést výběr akcií.	Není schopna provést výběr, ani timing jednotlivých akcií.
Pokouší se o kalkulaci vnitřní hodnoty, tedy správné ceny akcie.	Nepokouší se o kalkulaci vnitřní hodnoty akcie.	Nepokouší se o kalkulaci vnitřní hodnoty akcie.
Opírá se o veřejné informace.	Opírá se pouze o veřejné historické informace.	Opírá se o veřejné informace (minulé, ale i současné).
Na středně-silně efektivním trhu je nepoužitelná.	Již na slabě efektivním trhu je nepoužitelná.	Na středně-silně efektivním trhu je nepoužitelná.

# Zdroje:

---



SLEZSKÁ  
UNIVERZITA  
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ  
FAKULTA V KARVINĚ

- VESELÁ, J. Analýza trhu cenných papírů, I. díl. 2. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomická, 1999. ISBN 80-7079-563-8.
- MUSÍLEK, P. Trhy cenných papírů - 2. aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 331-406, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5.



## Struktura přednášky:

- Úvod do problematiky
- Financial futures & Forwardy
- Opce
- Swapy
- Pozice na trhu derivátů





- Finančními deriváty rozumíme instrumenty, které jsou odvozeny od podkladových aktiv, jako jsou úrokové, měnové, akciové, komoditní a jiné instrumenty.
- Ceny opcí, futures, nebo swapů jsou odvozeny od cen podkladových aktiv.
- Podkladová aktiva emitují pouze emitenti, ale na trhu derivátů mohou vystupovat investoři jak v roli prodejce, tak kupujícího.
- Finanční deriváty mívají oproti podkladovým aktivům krátkodobý charakter.
- Počet vydaných finančních derivátů není nijak omezen.

- Uzavření pozice na trhu derivátů je spojeno s nižšími náklady než uzavření stejné pozice na trhu podkladových aktiv. Nižší jsou rovněž transakční náklady.
- Na trhu derivátů zpravidla nedochází k jejich fyzickému vypořádání jako na trhu aktiv.
- Finanční futures a opce jsou svým charakterem podobné hazardním hrám, protože zisk jedné strany znamená ztrátu druhé.
- Finanční deriváty umožňují vytvářet větší počet syntetických pozic než samotná podkladová aktiva.

# Deriváty na podkladová aktiva



SLEZSKÁ  
UNIVERZITA  
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ  
FAKULTA V KARVINĚ

Tab. 4.14 *Imaginární hodnoty mimoburzovních finančních derivátů  
(světové mimoburzovní trhy, 1999, 2000, 2008, mld. USD)*

Instrument	1999	2000	2008
<b>Celkem</b>	<b>88 202</b>	<b>95 199</b>	<b>547 371</b>
<b>Měnové kontrakty</b>	<b>14 344</b>	<b>15 666</b>	<b>44 200</b>
Měnové termínové kontrakty	9 593	10 134	21 266
Měnové swapy	2 444	3 194	13 322
Měnové opce	2 307	2 338	9 612
<b>Úrokové kontrakty</b>	<b>60 091</b>	<b>64 668</b>	<b>385 896</b>
Smlouvy o termínové úrokové sazbě	6 775	6 423	35 002
Úrokové swapy	43 936	48 768	309 760
Úrokové opce	9 380	9 476	41 134
<b>Akciové kontrakty</b>	<b>1 809</b>	<b>1 891</b>	<b>6 159</b>
Akciové termínové a swapové kontrakty	283	335	1 553
Akciové opce	1 527	1 555	4 607
<b>Komoditní kontrakty</b>	<b>548</b>	<b>662</b>	<b>3 820</b>
Zlato	243	218	332
Ostatní kontrakty	305	445	3 304
<b>Credit default swaps</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>41 883</b>
<b>Ostatní</b>	<b>11 408</b>	<b>12 313</b>	<b>65 413</b>

Pramen: BIS Quarterly Review, March 2002, s. A 91 a Financial Stability Report. IMF, April 2010, s. 177.

- Jedná se o smlouvu mezi 2 stranami o budoucím nákupu/prodeji stanoveného množství podkladového aktiva, za předem stanovenou cenu, k přesně stanovenému termínu.
- Představují pro obě strany povinnost závazku dostat.
- Futures mají standardizovanou podobu, obchodují se na burzách a na celý proces dohlížejí clearingová centra.
- Jejich nestandardizovanou podobu, obchodující se na mimoburzovních trzích představují forwardy, které se běžně obchodují na OTC trhu v ČR.

- Oproti futures představují pro kupující stranu právo (ne povinnost), opci uplatnit. Proto jsou mnohem dražší.
- Rozlišujeme Call (kupní) a Put (prodejní) opce, dle práva, které s opcí kupujeme.
- Kupující opce uzavírá vždy Long (dlouhou), prodávající pak Short (krátkou) pozici na trhu derivátů.
- Americká opce může být dle majitele realizována po celé opční období, evropská pouze v daném termínu.
- Kupujícímu se naskýtají 3 možnosti, využít opční právo, nevyužít právo, a odprodat jej na sekundárním trhu uzavřením přesně opačného kontraktu.



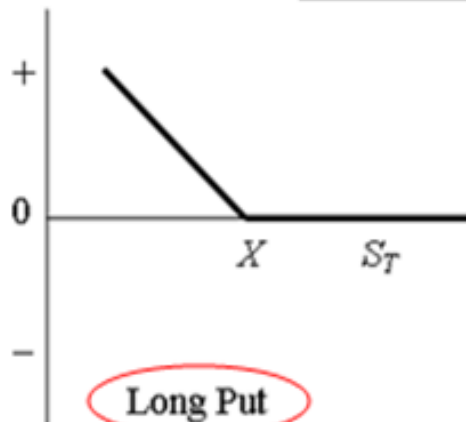
---

**SLEZSKÁ  
UNIVERZITA**  
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ  
FAKULTA V KARVINĚ

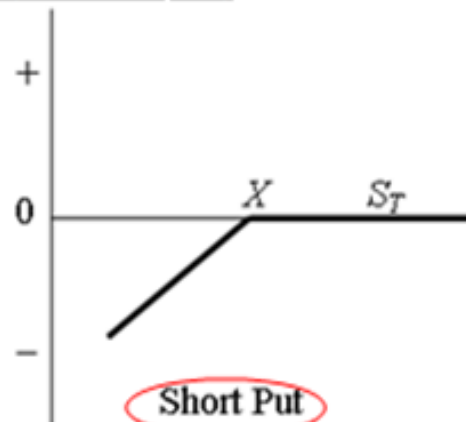
# Pozice na trhu PUT opcí



1 mil. EUR (kurz 25,- CZK/EUR)



**Kupuji právo prodat:**  
1 mil. EUR za 25 mil. CZK



**Prodávám právo prodat:**  
1 mil. EUR za 25 mil. CZK

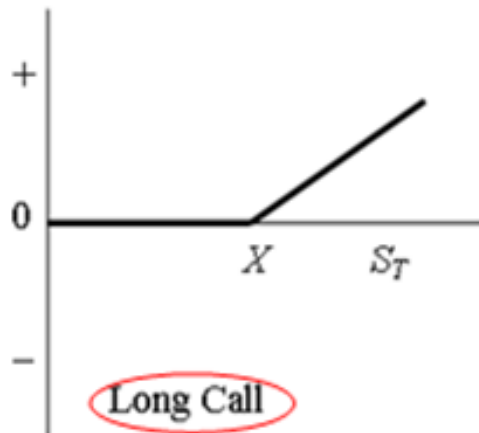
- a) **ZAJIŠTĚNÍ – Tržby v cizí měně 1 mil. EUR**  
kurz 25,- CZK/EUR → 24,- CZK/EUR (nižší výnos v CZK, zajistit horní hranici)

# Pozice na trhu CALL opcí

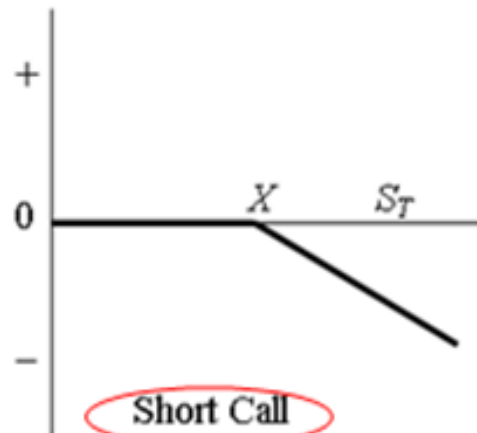


SLEZSKÁ  
UNIVERZITA  
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ  
FAKULTA V KARVINĚ

1 mil. EUR (kurz 25,- CZK/EUR)



**Kupuji právo koupit:**  
1 mil. EUR za 25 mil. CZK



**Prodávám právo koupit:**  
1 mil. EUR za 25 mil. CZK

**b) ZAJIŠTĚNÍ – Úvěr v cizí měně 1 mil. EUR**

kurz 25,- CZK/EUR → 26,- CZK/EUR (vyšší náklad v CZK, zajistit spodní hranici)



- Forwardy jsou obdobou futures, existuje i mimoburzovní podoba opcí, ale nejčastější jsou swapy.
- Úrokový swap – nejčastější forma, kdy se smluvní strany dohodnou na výměně úrokových plateb (variabilní sazby pro bazické swapy, kombinace s fixními pak kuponové swapy). Děje se tak tedy v časových segmentech.
- Měnové swapy – nejsou tak časté, ale je to smlouva mezi 2 stranami o periodické výměně úrokových plateb denominovaných v odlišných měnách.
- Aktivní swapy – smlouvy o vzájemné výměně aktivních peněžních toků, slouží k překlenutí nedostatku likvidity v dané měně.

# Příklad hedging forward



SLEZSKÁ  
UNIVERZITA  
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ  
FAKULTA V KARVINĚ

## Exportní společnost ČR

Plánované tržby z pohledu inkasa exportéra	1 000 000 EUR
Plánované tržby z pohledu zajištění 25 CZK/EUR	25 000 000 CZK
Plánované náklady exportéra při marži 10%	-22 500 000 CZK
Zajištěný zisk při hedgingu exportéra	2 500 000 CZK
Dosažené tržby z pohledu reálného inkasa (70%)	700 000 EUR
Nedosažené tržby pro vypořádání forwardu (30%)	-300 000 EUR
Dosažené tržby (70%) vlivem hedgingu	17 500 000 CZK
Dosažené náklady (70%) vlivem hedgingu	-15 750 000 CZK
Dosažený HV z inkasovaných tržeb	1 750 000 CZK
Prodej chybějícího inkasa (hedging 25 CZK/EUR)	7 500 000 CZK
Nákup chybějícího inkasa (kurz 26 CZK/EUR)	-7 800 000 CZK
Kurzový rozdíl pro vypořádání forwardu	-300 000 CZK
<b>CELKOVÝ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>	<b>1 450 000 CZK</b>
Realizovaná marže	8,50 %

# Příklad hedgging forward – reálné inkaso



SLEZSKÁ  
UNIVERZITA  
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ  
FAKULTA V KARVINĚ

## Exportní společnost ČR

Plánované tržby z pohledu inkasa exportéra	1 000 000 EUR
Plánované tržby z pohledu zajištění 25 CZK/EUR	25 000 000 CZK
Plánované náklady exportéra při marži 10%	-22 500 000 CZK
Zajištěný zisk při hedgingu exportéra	2 500 000 CZK
Dosažené tržby z pohledu reálného inkasa (70%)	700 000 EUR
Nedosažené tržby pro vypořádání forwardu (30%)	-300 000 EUR
Dosažené tržby (70%) vlivem hedgingu	17 500 000 CZK
Dosažené náklady (80%) vlivem hedgingu	-18 000 000 CZK
Dosažený HV z inkasovaných tržeb	-500 000 CZK
Prodej chybějícího inkasa (hedging 25 CZK/EUR)	7 500 000 CZK
Nákup chybějícího inkasa (kurz 26 CZK/EUR)	-7 800 000 CZK
Kurzový rozdíl pro vypořádání forwardu	-300 000 CZK
<b>CELKOVÝ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>	<b>-800 000 CZK</b>
Realizovaná marže	<b>-4,60 %</b>



- Hlavními zprostředkovateli, ale i uživateli jsou od poloviny 90. let komerční banky, které využívají finanční deriváty zejména k řízení úrokového rizika.
- Měnové deriváty se využívají méně často, ale banky je někdy využívají k uzavření otevřené devizové pozice.
- České banky ale ve větším měřítku využívají úrokové swapy a hybridy finančních derivátů, které nabízejí rovněž svým klientům.
- Standardizovaná podoba obchodu je největší na poli futures a provádí ji Burza cenných papírů Praha, a. s.

# Úrokový SWAP



SLEZSKÁ  
UNIVERZITA  
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ  
FAKULTA V KARVINĚ

Klient mající úvěr 1mil. CZK volí pro eliminaci úrokového rizika Interest Rate Swap (IRS). Jelikož je na počátku PRIBOR ve výši 1,2 %, smluvně uzavřený IRS s bankou činí 2,00 %. Následující situace tak znázorňuje nárůst PRIBOR na stejnou výši IRS (přechodné období), kdy pak v posledním případě sledujeme nárůst úrokových sazeb mezibankovního trhu nad hranici IRS. Pokud v této situaci klient je schopen úvěr vypořádat, neplatí žádné ušlé úroky, ale naopak tyto úroky musí banka vyplátit jemu!

## Interbank offer rate < IRS 2%

Interbank offer rate	1.2%
Interest rate on loan	$1.2+3= 4.2\%$
Hedging (IRS – offer rate)	$2-1.2= 0.8\%$
'FIX' RATE	5.00%

## Interbank offer rate = IRS 2%

Interbank offer rate	2%
Interest rate on loan	$2+3= 5\%$
Hedging (IRS – offer rate)	$2-2= 0\%$
'FIX' RATE	5.00%

## Interbank offer rate > IRS 2%

Interbank offer rate	3%
Interest rate on loan	$3+3= 6\%$
Hedging (IRS – offer rate)	$2-3= -1\%$
'FIX' RATE	5.00%

# Zdroje:

---



SLEZSKÁ  
UNIVERZITA  
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ  
FAKULTA V KARVINĚ

- MUSÍLEK, P. Trhy cenných papírů - 2. aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 79-110, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5.



## Struktura přednášky:

- Úvod do problematiky
- Burzovní systémy
- Burza cenných papírů Praha
- Významné světové burzy
- Důvody významného postavení mimoburzovních trhů
- Mimoburzovní trh v ČR
- Problémy sekundárních trhů v ČR

- Burzovní trh CP představuje zvláštní způsob organizovaného shromáždění osob, které probíhá buď na burzovním parketu (prezenční burza), prostřednictvím počítače (elektronická burza), nebo kombinací obojího (hybridní burza).
- Institucionální uspořádání burz se odlišuje zejména z historických, politických, ekonomických, ale i regulatorních důvodů. Lze je ale v základu členit na:
  - Veřejné burzy,
  - Privátní burzy,
  - Bankovní burzy.





- Obchody s CP uskutečňují investiční prostředníci z mnoha důvodů i na mimoburzovních trzích.
- Podíl na celkových obchodech se liší jak dle jednotlivých zemí, tak dle druhů CP a investičních prostředníků, kteří mimoburzovní trhy využívají zejména k realizaci fúzí a akvizic.
- V posledních letech dochází k nárůstu významu mimoburzovních obchodů s dluhopisy, akciemi menších a středních společností, ale i fragmentaci obchodů likvidních akciových instrumentů.

- **Veřejné burzy** – vznikly v Napoleonském období. Podléhají státní regulaci a dohledu, který stanovuje které CP budou obchodovány, detailně stanovuje obchodní podmínky, a rovněž výši obchodních provizí.
- **Privátní burzy** – vytváří je skupina podnikatelských subjektů, kdy se účastní na základě koupě burzovního „křesla“ a dohled i regulaci provádějí sami. Rozmach v anglosaských zemích (USA, VB, Kanada, JAR, Austrálie). Mění se na veřejně obchodovatelné spol.
- **Bankovní burzy** – převládají v zemích univerzálního bankovníctví, jsou jak privátního, tak veřejnoprávního charakteru, ale hlavními podílníky jsou zde banky.

- Přes proces demutualizace burz, kdy se z nich stávají akciové společnosti a obchodují se rovněž jejich vlastní akcie, používají se na světě odlišné techniky pro burzovní obchody, odvíjející se od burzovní formy.
- **Prezenční** – systém řízený příkazy, řízený cenou, aukční systém.
- **Elektronický** – systém řízený kvótami, centrální objednávkové knihy, jednorázové cenové aukce, modifikovaný systém centrální objednávkové knihy.
- **Hybridní** – předpoklad přechodu z prezenční na elektronickou.



- **System řízený příkazy** – centralizovaný systém.
- dohodce stanoví cenu s cílem maximalizovat objem transakcí, a spáruje příkazy pro obě strany (vydá uzavírací listiny). Trh je transparentní, protože daný titul má na trhu pouze 1 cenu, ta je dána pro den fixně, nebo se přeceňuje.
- Nevýhoda, že není zajištěn výkyv mezi nabídkou a poptávkou, proto jsou dány cenové limity, aby se zmírnila cenová volatilita obchodovaných titulů.
- Stále se používá na promptních trzích v Německu (v minulosti Vídeň, poválečná pražská burza).



- **System řízený cenou** – decentralizovaný systém.
- Na burzovním parketu si konkurují tvůrci trhu navzájem svými kotacemi (cenami). Vykonávají nejen zprostředkovatelskou funkci (broker), ale podstupují i vlastní riziko obchody na vlastní účet (dealer).
- Výhodou je větší krátkodobá likvidita, nevýhodou nižší transparentnost, rozpětí mezi prodejní a kupní cenou zvyšuje transakční náklady investice.
- Dříve se používal na největší burze NY, pak také v Londýně a Amsterdamu (viz film Wall Street).



- **Aukční systém** – probíhá přímo mezi burzovními obchodníky bez burzovních zprostředkovatelů způsobem „veřejného křiku“
- Výhodou je vysoká transparentnost, ale neexistence aktivního burzovního zprostředkovatele způsobuje opět nižší krátkodobou likviditu, protože nedochází k vyrovnávání rozdílů mezi nákupní a prodejní cenou.
- Aukční systém se v současnosti používá na burzách finančních derivátů v Chicago (v minulosti promptní švédské trhy, nebo předválečná pražská burza pro nejlikvidnější tituly).



- **Systém řízený kvótami** – elektronizace prezenčního systému řízeného cenou. Tvůrci trhu a obchodníci mezi sebou obchodují v reálném čase, možné i mezinárodní obchody. Tvůrci trhu mají povinnost kótovat ceny těch instrumentů, u nichž jsou zapsáni jako tvůrci trhu. Obchodníci mohou realizovat obchody s nimi, ale rovněž i přímo s jinými obchodníky.
- Tento systém se v současnosti používá na trzích s méně likvidními aktivy, NASDAQ, nebo některé segmenty londýnské burzy.



- **System centrální objednávkové knihy** – vůbec nepoužívá tvůrce trhu, obchodují mezi sebou přímo obchodníci, kdy jsou příkazy řazeny v objednávkové elektronické knize dle cenových a časových priorit.
- Cena se vytváří na principu maximalizace transakcí, avšak díky neexistenci tvůrce trhu je dán její horní strop, při jehož dosažení automaticky končí obchodování.
- Tento systém se používá na trhu nejlikvidnějších CP (NYSE Euronext, Tokijská burza, segment londýnské burzy SETS).





- **Systém jednotné cenové aukce** – je založen na obdobném principu jako systém centrální objednávkové knihy, rozdíl je v tom, že se burzovní cena vytváří jen 1 ve stanoveném časovém segmentu.
- **Modifikovaný systém centrální obj. knihy** – umožňuje nejen obchodování s akciemi, dluhopisy, fondy a finančními deriváty na jedné platformě, ale rovněž i zúčtování uzavřených obchodů. Moderní systémy na bázi LINUX pak pracují 3-5 milisekund.
- **Vysokofrekvenční obchody** – algoritmy analyzují data a uzavírají velké množství pozic, byť s malým ziskem ze spreadu (el. market making, arbitráže).



- Česká burza byla původně založena již 1871, nicméně v důsledku hospodářských a historických událostí nefungovala aktivně více než půl století. Prozatímní sekundární trh CP transformoval Burza cenných papírů Praha, a. s., až 11/1992.
- BCPP je založená na členském principu, při němž obchodovat na ní mohou vlastním jménem pouze členové a ze zákona o podnikání na kapitálovém trhu rovněž ČNB a Ministerstvo financí.
- Na hlavním trhu musí být tržní kapitalizace emise akcií min. 1 mil. EUR, dluhopisy 200 tis. EUR, alespoň 25 % rozptýleno mezi veřejnost, fungování firmy > 3 roky.

Elektronický obchodní systém, v němž lze realizovat cenotvorné/necenotvorné obchody, realizuje tyto typy:

- **Automatické obchody** – obchodování při fixní ceně (aukční režim), variabilní ceně (kontinuální režim).
- **Obchody v systému SPAD** – Systém Podpory Akcií a Dluhopisů, elektronický systém kvót (otevřená, uzavřená fáze).
- **Blokové obchody** – necenotvorné obchody, kdy je člen burzy alespoň na jedné straně a CP jsou obchodovány za předem smlouvenou cenou, přičemž není stanovena odchylka od tržní hodnoty.

# MIMOBURZOVNÍ trh: Důvody významného postavení 1/3

---



SLEZSKÁ  
UNIVERZITA  
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ  
FAKULTA V KARVINĚ

- Přísné podmínky burzovních obchodů (min. výše tržní kapitalizace, rozptýlenost akcií veřejnosti, doba podnikání, zveřejnění finančních i nefinančních parametrů o společnosti, finanční historie, výše zisku). Tyto podmínky nenaplnují zejména nově vzniklé společnosti, proto mohou získávat kapitál obchody na mimoburzovních trzích.
- Burzy nevyhovují některým typům finančních operací (fúze, akvizice). Obchodníci s dluhopisy dávají přednost také telefonické mimoburzovní síti (např. Reuters, Bloomberg).



- Výše nákladů pro burzovní obchody. Institucionální investoři raději vytvoří vlastní mimoburzovní trh pro úsporu transakčních nákladů. V poslední době vznikají internetové obchodní systémy nabízející své služby i menším společnostem.
- Burzovní obchody navíc probíhají jen v předem daných hodinách, mimoburzovní nepřetržitě.
- Nekvalitní burzovní infrastruktura podněcuje rovněž k vytváření mimoburzovních obchodních systémů v podobě elektronických komunikačních sítí.

# Důvody významného postavení 3/3

---



- Implementací směrnice MIFID (2007) se otevřely možnosti pro obchodování v mnohostranných obchodních systémech, kterých bylo v EU založeno dodnes přes 150. Některé z nich postupně začínají získávat významné postavení při zprostředkování sekundárních obchodů (např. Chi-x, BATS-Europe, nebo Turquoise).
- Ikdyž směrnice MIFID předpokládala existenci pouze 3 alternativ (burzy, mnohostranné systémy, systematická internalizace), vznikla automaticky i 4. ve formě temných seskupení, která nepodléhají žádné regulaci. Světová federace burz odhaduje podíl z mimoburzovních obchodů až na 40 %.

- Do poloviny 90. let neorganizovaný mimoburzovní trh díky akvizicím a převodu vlastnických práv, které byly vyústěním 3. vlny kupónové privatizace.
- Mimoburzovní trh pak řadu let zastupoval RM-Systém, který však v důsledku novely zákona o podnikání na kapitálovém trhu (2008) transformoval na burzu: RM-Systém, česká burza cenných papírů, a. s.
- Od 1. 12. 2009 mají na burzu vstup pouze licencovaní obchodníci splňující alespoň 2 z těchto podmínek:
  - Správa majetku finančních nástrojů > 1 mil. Kč,
  - Obchodů za posledních 12 měsíců > 5 mil. Kč,
  - Počet transakcí za posledních 12 měsíců > 40.



- Finanční zákonodárství – celá 90. léta vycházelo fungování sekundárních trhů ze zastaralých rakousko-uherského a německého práva, které neobsahovalo ani základní náležitosti, a nekorespondovalo s EU.
- Boom emitování – připouštění zcela nevhodných emitentů (náležitosti informační, právní, ekonomické).
- Nízká úroveň cenotvorné funkce – převažovaly obchody necenotvorného charakteru.
- Neúplnost trhu – český trh prakticky neplnil svou emisní funkci a trh derivátů velmi zaostával.



- Zastaralá obchodní infrastruktura – omezovala provádění spekulací, arbitráží mezi jednotlivými trhy (zlepšení díky zavedení kurzů SPAD).
- Nedostatečná ochrana – stále více sílil názor, že kurzové manipulace, obchodování na základě neveřejných informací, porušování práv minoritních akcionářů, tunelování akciových společností za účelem dosažení zisků interesovaných skupin, jsou běžnými obchodními praktikami na kapitálovém trhu.
- Oddělení od zahraničí – nejen koncepčně, dokonce i cenově si tuzemský sekundární trh odporoval se světem.

BCPP a bývalá Komise pro cenné papíry předložila roku 2004 vládě ČR „Návrh opatření zlepšujících fungování kapitálového trhu“, klíčový zejména v těchto oblastech (tehdejší vláda se jím odmítla zabývat):

- Podpora emisních aktivit společností,
- Privatizace státních podniků pomocí burzy CP,
- Zefektivnění infrastruktury kapitálového trhu,
- Výhodnější zdanění fondů kolektivního investování,
- Posílení systému penzijního připojištění,
- Vytvoření kvalitního a pružného právního rámce.

# Zdroje:

---



SLEZSKÁ  
UNIVERZITA  
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ  
FAKULTA V KARVINĚ

- MUSÍLEK, P. Trhy cenných papírů - 2. aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, str. 45-78, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5.

**Snažte se z předmětu dostat maximum,  
zúročíte to nejen u státnic,  
někteří i v budoucnu!**

