

Mezinárodní kapitálové trhy

zdroj financování

Romana Nývltová, Mária Režňáková

proč získávat zdroje
na kapitálovém trhu?

jsou české podniky pro zahraniční
investory zajímavé?

jak postupovat při vstupu
na mezinárodní kapitálový trh?

kdy a kde je vhodná vícestranná
kotace cenných papírů?

kdy využít emisi dluhopisů
a jak postupovat při emisi akcií?

pro koho je vhodný
venture kapitál?

Upozornění pro čtenáře a uživatele této knihy

Všechna práva vyhrazena. Žádná část této tištěné či elektronické knihy nesmí být reprodukována a šířena v papírové, elektronické či jiné podobě bez předchozího písemného souhlasu nakladatele. Neoprávněné užití této knihy bude **trestně stíháno**.

Používání elektronické verze knihy je umožněno jen osobě, která ji legálně nabyla a jen pro její osobní a vnitřní potřeby v rozsahu stanoveném autorským zákonem. Elektronická kniha je datový soubor, který lze užívat pouze v takové formě, v jaké jej lze stáhnout s portálu. Jakékoliv neoprávněné užití elektronické knihy nebo její části, spočívající např. v kopírování, úpravách, prodeji, pronajímání, půjčování, sdělování veřejnosti nebo jakémkoliv druhu obchodování nebo neobchodního šíření je zakázáno! Zejména je zakázána jakákoliv konverze datového souboru nebo extrakce části nebo celého textu, umístování textu na servery, ze kterých je možno tento soubor dále stahovat, přitom není rozhodující, kdo takovéto sdílení umožnil. Je zakázáno sdělování údajů o uživatelském účtu jiným osobám, zasahování do technických prostředků, které chrání elektronickou knihu, případně omezují rozsah jejího užití. Uživatel také není oprávněn jakkoliv testovat, zkoušet či obcházet technické zabezpečení elektronické knihy.





Copyright © Grada Publishing, a.s.

Edice Finanční trhy a instituce

Ing. Romana Nývltová, Ph.D., doc. Ing. Mária Režňáková, CSc.

Mezinárodní kapitálové trhy
zdroj financování

Poděkování doc. Ing. Zdeňku Sojkovi, CSc.
za recenzi této publikace.

Vydala GRADA Publishing, a.s.
U Průhonu 22, Praha 7, jako svou 2 884. publikaci

Cover Photo © gettyimages.com
Realizace obálky Michal Dusil
Sazba Jan Šístek
Odpovědná redaktorka Dana Kristen
Počet stran 224
První vydání, Praha 2007
Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod, a. s.
Husova 1881, Havlíčkův Brod

ISBN 978-80-247-1922-1 (tištěná verze) © Grada Publishing, a.s. 2007
ISBN 978-80-247-6339-2 (elektronická verze ve formátu PDF) © Grada Publishing, a.s. 2011

Obsah

| | |
|---|-----------|
| O autorkách | 8 |
| Úvod | 9 |
| Seznam použitých zkratk | 10 |
| 1. Kapitálové trhy a burzy ve světě | 11 |
| 1.1 Principy a fungování kapitálových trhů a burz | 12 |
| 1.1.1 Burzovní publikum | 16 |
| 1.1.2 Burzovní příkazy | 17 |
| 1.1.3 Předmět burzovních obchodů | 17 |
| 1.1.4 Standardizace obchodovaného množství | 17 |
| 1.1.5 Obchodní systém | 18 |
| 1.1.6 Druhy burzovních obchodů | 19 |
| 1.1.7 Vypořádání burzovních obchodů | 20 |
| 1.1.8 Burzovní informace | 22 |
| 1.1.9 Burzovní regulace a kontrola | 23 |
| 1.2 Český kapitálový trh | 23 |
| 1.2.1 Burza cenných papírů Praha | 24 |
| 1.2.2 Mimoburzovní trh RM-System | 31 |
| 1.2.3 Neorganizovaný trh OTC v České republice | 32 |
| 1.3 Současné trendy na kapitálových trzích a burzách ve světě | 33 |
| 1.4 Integrace evropských kapitálových trhů a nejvýznamnější evropské burzy cenných papírů | 35 |
| 1.4.1 London Stock Exchange | 39 |
| 1.4.2 Euronext | 41 |
| 1.5 Kapitálové trhy v USA | 43 |
| 1.5.1 Nejvýznamnější americká burza cenných papírů – NYSE | 44 |
| 1.5.2 Americký mimoburzovní trh NASDAQ | 47 |
| 1.6 Tokijská burza cenných papírů | 47 |
| Použité zdroje | 49 |
| 2. České podniky a zahraniční investoři | 51 |
| 2.1 Přímé a portfoliové zahraniční investice | 51 |
| 2.2 Rozhodování investorů | 55 |
| 2.2.1 Bohatství a magický trojúhelník investování | 55 |
| 2.2.2 Teorie portfolia | 56 |
| 2.2.3 Rozhodování zahraničních portfoliových investorů | 61 |
| 2.2.4 Aspekty rozhodování o přímých zahraničních investicích | 63 |
| 2.2.5 Faktory omezující zahraniční investování | 67 |
| Použité zdroje | 70 |
| 3. Kapitálový trh jako zdroj financování podniků v České republice | 73 |
| 3.1 Faktory determinující strukturu zdrojů financování podniků | 73 |
| 3.1.1 Životní cyklus podniku | 73 |
| 3.1.2 Majetková struktura podniku | 74 |
| 3.1.3 Náklady kapitálu | 77 |
| 3.1.4 Velikost a stabilita vytvořeného zisku | 83 |
| 3.1.5 Vliv zadlužení na strukturu zdrojů financování | 85 |
| 3.2 Významnost českého bankovního sektoru | 87 |
| 3.3 Proč je kapitálový trh důležitý? | 89 |

| | | |
|-----------|--|------------|
| 3.4 | Český kapitálový trh jako zdroj financování | 92 |
| 3.4.1 | Je český kapitálový trh integrovaný a efektivní? | 92 |
| 3.4.2 | Je český kapitálový trh likvidní? | 94 |
| | Použité zdroje | 101 |
| 4. | Venture kapitálové financování | 103 |
| 4.1 | Vznik a vývoj financování venture kapitálem | 104 |
| 4.2 | Typy venture kapitálu | 106 |
| 4.3 | Proces financování venture kapitálem | 111 |
| 4.3.1 | Vyhledávání a vyhodnocování investičních příležitostí | 112 |
| 4.3.2 | Výběr a realizace investic | 115 |
| 4.3.3 | Monitorování investic a řešení krizových situací | 116 |
| 4.3.4 | Dezinvestice | 117 |
| 4.4 | Peněžní toky spojené s venture kapitálovou investicí | 119 |
| 4.5 | Výhody a nevýhody financování formou venture kapitálu | 120 |
| 4.6 | Problematické aspekty venture kapitálu v České republice | 121 |
| 4.7 | Czech On Line – exit prodejem strategickému partnerovi (případová studie) | 125 |
| 4.7.1 | Historie podniku a vstup rizikového kapitálu | 125 |
| 4.7.2 | Pod vedením rizikového kapitálu | 126 |
| 4.7.3 | Ukončení investice | 126 |
| | Použité zdroje | 126 |
| 5. | Emise akcií | 129 |
| 5.1 | Proces přípravy a realizace IPO | 133 |
| 5.1.1 | Výběr trhu | 133 |
| 5.1.2 | Sestavení realizačního týmu a první fáze spolupráce | 135 |
| 5.1.3 | Marketing emise | 138 |
| 5.1.4 | Určení emisního kurzu, alokace akcií a fáze stabilizace | 139 |
| 5.1.5 | Obchodování s akciemi a pravidelná informační povinnost | 141 |
| 5.2 | Emise akcií formou SEO | 144 |
| 5.3 | Náklady spojené s financováním podniku emisí akcií | 146 |
| 5.4 | Řízení rizik spojených s emisí akcií | 151 |
| 5.5 | Dlouhodobý vývoj na primárních akciových trzích | 154 |
| | Použité zdroje | 156 |
| 6. | Emise dluhopisů | 159 |
| 6.1 | Proces vydání emise dluhopisů | 159 |
| 6.1.1 | Identifikace potřeb financování | 159 |
| 6.1.2 | Návrh struktury a charakteristik emise | 160 |
| 6.1.3 | Určení týmu lidí, kteří se na vydání dluhopisů budou podílet | 162 |
| 6.1.4 | Upřesnění struktury emise | 165 |
| 6.1.5 | Marketing před zahájením nabídky emise, návrh ceny a příprava dokumentace | 165 |
| 6.1.6 | Zahájení nabídky cenných papírů (launch emise) | 166 |
| 6.1.7 | Syndikace, distribuce a úpis emise | 167 |
| 6.1.8 | Období životnosti dluhopisů | 168 |
| 6.1.9 | Splacení jistiny investorům | 170 |
| 6.2 | Jak správně stanovit kupónovou sazbu? | 170 |
| 6.2.1 | Očekávaná reálná úroková míra a inflace | 171 |
| 6.2.2 | Prémie za likviditu | 172 |
| 6.2.3 | Prémie za riziko | 174 |
| 6.2.4 | Význam ratingu při stanovení kupónové sazby | 175 |
| 6.2.5 | Postup při stanovení kupónové sazby | 176 |

| | | |
|-----------|---|------------|
| 6.3 | Identifikace a řízení rizik spojených s emisí dluhopisů | 178 |
| 6.4 | Emise komunálních dluhopisů statutárního města Ostravy – případová studie | 182 |
| 6.4.1 | Výběr manažera emise | 182 |
| 6.4.2 | Ratingové hodnocení | 183 |
| 6.4.3 | Průběh a struktura emise | 184 |
| 6.4.4 | Zajištění kurzových rizik | 184 |
| 6.4.5 | Předchozí zkušenosti města Ostravy s emisí eurobondů | 184 |
| | Použité zdroje | 186 |
| 7. | Duální a vícestranné kotace cenných papírů | 189 |
| 7.1 | Proč uskutečnit vícestrannou kotaci cenných papírů? | 190 |
| 7.1.1 | Motivy vyplývající ze situace na domácím kapitálovém trhu | 191 |
| 7.1.2 | Ostatní interní podnikové motivy pro uskutečnění vícestranné kotace | 192 |
| 7.2 | Důsledky duálních a vícestranných kotací | 193 |
| 7.3 | Jak probíhá emise depozitních certifikátů | 194 |
| 7.3.1 | Historický vývoj depozitních certifikátů | 195 |
| 7.3.2 | Konstrukce globálních a amerických depozitních certifikátů | 197 |
| 7.3.3 | Účastníci emise depozitních certifikátů a její průběh | 198 |
| | Použité zdroje | 202 |
| 8. | Zkušenosti podniků v České republice se získáváním zdrojů financování na mezinárodních kapitálových trzích | 203 |
| 8.1 | Limart, a.s. – první emise na pražské burze? | 203 |
| 8.1.1 | Charakteristika Limartu | 204 |
| 8.1.2 | Cíl a strategie společnosti Limart, a.s. | 205 |
| 8.1.3 | Příprava primární emise akcií | 206 |
| 8.1.4 | Rozhodný krok pro vstup na BCPP | 207 |
| 8.1.5 | Můžeme se z případu Limart poučit? | 207 |
| 8.2 | Zdroje financování nadnárodního podniku Zentiva N.V. | 208 |
| 8.2.1 | Historie společnosti Léčiva | 208 |
| 8.2.2 | Historie společnosti Slovakofarma | 209 |
| 8.2.3 | Nadnárodní podnik Zentiva – financování zahraniční expanze emisí akcií . | 210 |
| 8.2.4 | Klíčové události vývoje nadnárodního podniku Zentiva po úspěšné emisí akcií | 211 |
| 8.2.5 | Shrnutí | 213 |
| 8.3 | Aktivity společnosti Orco Property Group S.A. na trzích střední Evropy a zdroje financování | 214 |
| 8.3.1 | Historie společnosti Orco | 215 |
| 8.3.2 | Vstup Orca na Burzu cenných papírů Praha a další vývoj | 217 |
| | Použité zdroje | 221 |
| | Příloha – Evropské burzy cenných papírů | 222 |

O autorkách

Ing. Romana Nývltová, Ph.D. je vedoucí Institutu účetnictví a finančního řízení podniku na Škoda Auto a.s. Vysoké škole. Dlouhodobě působí na Fakultě podnikatelské Vysokého učení technického v Brně jako odborná asistentka. V květnu 2005 na VUT obhájila disertační práci na téma „Finanční management nadnárodních podniků“. V průběhu svého působení se věnovala nejen přednáškové a výzkumné činnosti, ale absolvovala také zahraniční studijní pobyt na univerzitě ve finském Tampere a dvě půlroční odborné stáže v nadnárodních podnicích. Výzkumné aktivity dlouhodobě zaměřuje na problematiku vztahů podniku ke kapitálovému trhu. Publikuje odborné příspěvky jak na mezinárodních a tuzemských konferencích, tak i v časopisech, rovněž zajišťuje specializované přednášky věnované kapitálovým trhům mimo jiné i v rámci studijních programů MBA a LLM.

Doc. Ing. Mária Režňáková, CSc. působí od roku 1996 na Fakultě podnikatelské Vysokého učení technického v Brně, v současnosti na Ústavu financí. Je absolventkou VŠE v Bratislavě, obor Ekonomicko-matematické výpočty. V roce 2002 obhájila habilitační práci na téma „Strategické finanční řízení podniků v ČR“. Je garantem předmětů Finanční management, Finance podniku, Finanční řízení a investování a dalších, se zaměřením na finance podniku a finanční trhy, které se vyučují na všech stupních vysokoškolského studia a studijních programů MBA, resp. LLM – Obchodní právo. Publikovala řadu odborných a vědeckých článků, je také autorkou a spoluautorkou dvaceti vysokoškolských učebních textů a spoluautorkou čtyř knižních publikací. Ve vědeckovýzkumné činnosti se zaměřuje na oblast hodnocení výkonnosti podniků, finanční řízení podniků, oceňování podniků a s tím související témata.

Z recenze:

„Globalizace ekonomiky v sobě nese, kromě jiného, i řádově vyšší přesuny kapitálu jak na mezinárodní, tak i národní úrovni, v porovnání s předchozími fázemi vývoje světové ekonomiky. Souvisí to i se stále se zvyšující náročností výroby na kapitál a s rychlou změnou struktury výrobních odvětví a oborů. Z tohoto hlediska je tato publikace velmi aktuální a jistě přispěje nejenom k rozvoji ekonomické teorie, ale bude se orientovat i na podnikatelské subjekty.

V knize se nejedná pouze o mezinárodní kapitál, ale i o způsoby získávání kapitálu obecně, tedy i o získávání kapitálu národního např. pomocí primární emise akcií. Proto tuto knihu jistě využijí i ty subjekty, které chtějí vstoupit na akciový trh, a to nejen český, ale i mezinárodní. Je zcela evidentní, že dobře fungující české firmy, pro které se domácí trh stává těsným, čeká v dohledné době expanze do zahraničí nejen v oblasti exportu, ale i v oblasti získávání kapitálu. A tato kniha jim dává nejen inspiraci, ale i návod k jednání.“

Doc. Ing. Zdeněk Sojka, CSc.

Úvod

Kontakt podniku s kapitálovým trhem je nezbytný. Vyplývá to z nutnosti financovat další expanzi podniku a tím přijímat i rizikovější projekty. Charakteristickým znakem financování prostřednictvím kapitálového trhu je individualizace rizika, proto je kapitálový trh schopen financovat i bankami odmítnuté záměry, které přinášejí výnos odpovídající podstupované míře rizika a ve svém důsledku vedou k vyšší výkonnosti podnikatelských subjektů.

Vývoj českého kapitálového trhu nepřesvědčuje o tom, že by si vlastníci, resp. manažeři českých podniků uvědomovali uvedené příležitosti, i když důvodů by bylo jistě několik. Některé podniky jsou značně podkapitalizované, jiné jsou poznamenány nedostatečnou výkonností a další hledají vhodné motivační plány. Avšak výzva „going public“ je s ohledem na nutnost absolutní informační otevřenosti a celkové vyspělosti neláká, zvláště v kontextu nízkých úrokových sazeb, nejasných vlastnických vztahů, jako i skryté nákladovosti mezipodnikové zadluženosti. Proto vzniká otázka: musejí české podniky s ohledem na malý význam a nedostatečnou velikost českého kapitálového trhu emitovat cenné papíry v zahraničí, nebo mají možnost přilákat zahraniční kapitál z tuzemska?

Hledání odpovědi na uvedenou otázku nás vedlo k volbě struktury publikace. První kapitola se věnuje analýze mezinárodních kapitálových trhů, investorů i emitentů. Druhá kapitola zkoumá chování investorů z hlediska motivace investování v zahraničí a současně přetrvávající preference nakupování investičních instrumentů pouze na domácích kapitálových trzích. Závěry z této kapitoly podporují myšlenku vstupu podniků na mezinárodní trhy s cílem získat kapitál od zahraničních investorů. Třetí kapitola se věnuje problematice získávání zdrojů financování českých podniků – přetrvávajícím zvyklostem, ale i naskýtajícím se možnostem. Další kapitoly přibližují možnosti českých podniků získat zahraniční zdroje financování, a to formou *venture kapitálu*, emisí akcií a dluhopisů, případně formou vícestranných kotací cenných papírů. Poslední kapitola prezentuje pozitivní i negativní zkušenosti českých podniků při získávání finančních zdrojů na mezinárodních kapitálových trzích.

Vydání této publikace je motivováno vyplněním existující mezery na knižním trhu a naší snahou přiblížit odborné veřejnosti, studentům vysokých škol, studentům MBA programů a dalších kurzů v koncentrované podobě teoretické pohledy na rozhodování o získávání zahraničních zdrojů financování a současně demonstrovat na příkladech významnost tohoto problému, jako i pozitivní, resp. negativní zkušenosti podniků, využívajících financování z mezinárodních zdrojů.

Věříme, že se nám podařilo alespoň částečně tento záměr naplnit a děkujeme všem čtenářům za projevený zájem. Rovněž děkujeme za případné připomínky a náměty, které nám můžete zaslat na e-mailové adresy: romana.nyvltova@skoda-auto.cz nebo reznakova@fbm.vutbr.cz.

autorky

Seznam použitých zkratk

| | |
|------------|---|
| ADR | – Americký depozitní certifikát |
| AIM | – Alternativní investiční trh (Alternative Investment Market) |
| AKAT | – Asociace pro kapitálový trh |
| ANPV | – metoda upravené čisté současné hodnoty (adjusted net present value) |
| AOS | – Automatizovaný obchodní systém |
| BCPP | – Burza cenných papírů Praha |
| CAPM | – Model oceňování kapitálových aktiv (Capital Asset Pricing Model) |
| CSD | – Národní vypořádací systém (Central Securities Depository) |
| CVCA | – Česká asociace rizikového kapitálu (Czech Private Equity and Venture Capital Association) |
| ČNB | – Česká národní banka |
| DR | – Depozitní certifikát (Depositary Receipt) |
| EAT | – zisk po zdanění (earnings after tax) |
| EBAN | – Evropská obchodní síť andělů (European Business Angels Network) |
| EBIT | – Zisk před nákladovými úroky a zdaněním (Earnings before interest and taxes) |
| EU | – Evropská unie |
| EVCA | – European Private Equity and Venture Capital Association |
| | FEDERACE evropských burz (Federation of European Stock Exchanges) |
| GDR | – Globální depozitní certifikát |
| IAS | – Mezinárodní účetní standardy (International Accounting Standard) |
| IBO | – Institutional buy-out |
| ICSD | – Mezinárodní depozitář (International Central Securities Depository) |
| IMF | – Mezinárodní měnový fond (International Monetary Fund) |
| IPO | – Primární emise akcií (Initial Public Offering) |
| IRR | – Vnitřní výnosové procento (Internal Rate of Return) |
| ISIN | – International Securities Identification Number |
| LBO | – leveraged buy-outs |
| LIBOR | – Londýnská mezibankovní nabídková sazba (London InterBank Offered Rate) |
| LYSE (LSE) | – Londýnská burza cenných papírů (London Stock Exchange) |
| | MBI – Management buy-in |
| MBO | – Management buy-out |
| MCC | – Marginal Cost of Capital (mezní náklady kapitálu) |
| MF | – Ministerstvo financí |
| MMF | – Mezinárodní měnový fond |
| MPO | – Ministerstvo průmyslu a obchodu |
| NYSE | – Newyorská burza cenných papírů (New York Stock Exchange) |
| OTC | – Over-The-Counter (přes přepážku) |
| PEG | – Price-To-Earnings Growth |
| P/E | – Price-To-Earnings |
| PRIBOR | – Pražská mezibankovní nabídková sazba (Prague InterBank Offered Rate) |
| PZI | – Přímé zahraniční investice |
| SBU | – Strategická obchodní jednotka (Strategic Business Unit) |
| SCP | – Středisko cenných papírů |
| SEC | – Americká komise pro cenné papíry (Securities and Exchange Commission) |
| SEO | – Sezónní emise akcií (Seasoned Equity Offering) |
| SPAD | – Systém pro podporu akcií a dluhopisů |

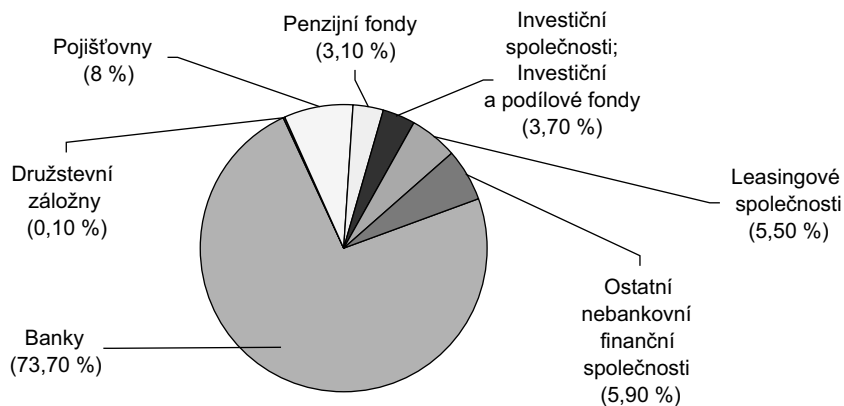
1. Kapitálové trhy a burzy ve světě

Subjekty v ekonomickém systému se často dostávají do situace, kdy mají buď přebytek, nebo nedostatek finančních prostředků. Přesun finančních prostředků od přebytekových jednotek k jednotkám deficitním, s cílem jejich efektivního a produktivního využití, se uskutečňuje prostřednictvím systému finančních trhů. Finanční trhy tedy umožňují, aby finanční systém nasál a začlenil do peněžního okruhu ekonomického systému i dočasně volné peněžní prostředky, které by jinak v dané době zůstaly nevyužity.

Proces financování na finančních trzích může probíhat přímo, polopřímo či nepřímo, prostřednictvím finančních zprostředkovatelů. Při přímém financování si dlužníci půjčují peněžní prostředky přímo od spořitelů na finančních trzích tak, že jim sami prodávají své finanční dokumenty (např. cenné papíry) představující věřitelský nárok. V rámci polopřímo financování se investoři a vypůjčovatelé nestřetávají přímo mezi sebou, ale prostřednictvím určitého prostředníka, tedy specializovaných firem, které buď pouze poskytují informace o možných nákupech a prodeji finančních dokumentů, nebo sami přímo kontaktují potenciální kupce a prodejce. Existence značných informačních a transakčních nákladů těchto operací vyvolává potřebu využít služeb tzv. finančních zprostředkovatelů, jejichž úlohou je usnadnit tok prostředků od věřitelů k dlužníkům za nižší náklady. Nepřímé financování obsahuje dvě separátní, ale zároveň simultánní transakce:

- zprostředkovatel emituje sekundární finanční instrumenty, které nakupují přebytekové jednotky;
- zprostředkovatel nakupuje primární finanční instrumenty, které emitují deficitní jednotky.

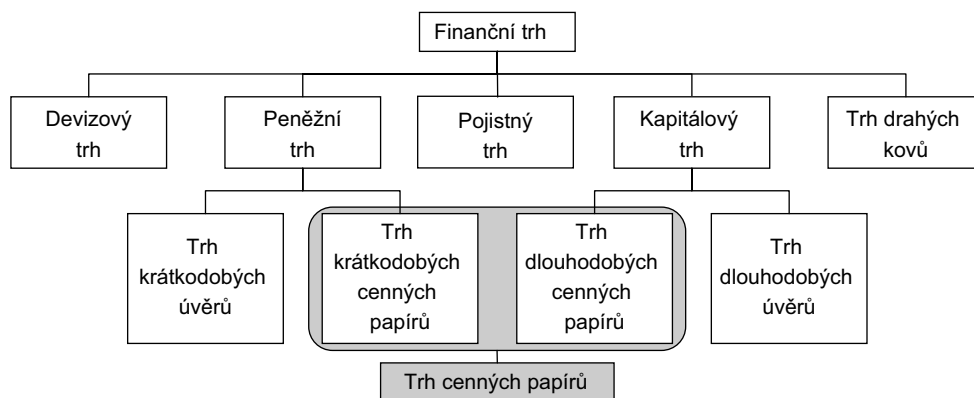
Nepřímé financování zajišťují zejména komerční banky, pojišťovny, investiční společnosti, spořitelny, penzijní fondy a další obdobné finanční instituce. Například v České republice mají nejvýznamnější postavení mezi finančními zprostředkovateli dlouhodobě komerční banky. Strukturu finančních zprostředkovatelů v České republice na konci roku 2005 znázorňuje graf 1-1.



Graf 1-1 Struktura finančních zprostředkovatelů dle podílu na aktivech finančního sektoru v České republice k 31. 12. 2005

Zdroj: ČNB

Na finančním trhu se soustřeďuje nabídka a poptávka po penězích a kapitálu. Z hlediska délky splatnosti jednotlivých nástrojů, které se zde obchodují, lze finanční trh rozdělit na trh peněžní, kapitálový, devizový a poněkud specifický trh drahých kovů (viz obrázek 1-1).



Obr. 1-1 Základní rozdělení finančního trhu
Zdroj: Rejnuš (2001)

Cílem úvodní kapitoly je detailně analyzovat zejména kapitálový trh, ve smyslu trhu cenných papírů, a to primárně z hlediska možností získávání zdrojů financování deficitními jednotkami.

1.1 Principy a fungování kapitálových trhů a burz

Kapitálový trh je trhem dlouhodobých finančních instrumentů, přičemž jako kritérium dlouhodobosti se zpravidla uvádí splatnost delší než 1 rok. Jako na každém segmentu finančního trhu se zde střetávají přebytkové a deficitní jednotky, mezi které však téměř vždy vstupují finanční zprostředkovatelé. Za instrumenty kapitálového trhu, na jejichž základě dochází k přemístování kapitálu, lze považovat:

- investiční cenné papíry (akcie, dluhopisy a cenné papíry opravňující k nabytí cenných papírů – např. depozitní certifikáty),
- cenné papíry vydané fondem kolektivního investování,
- deriváty (tedy opce a finanční termínové smlouvy, které umožňují přenos rizika – např. futures, swapy atp.).

Za hlavní instrumenty kapitálového trhu bývají považovány především akcie a dluhopisy, proto je tento trh někdy sám o sobě nazýván trhem cenných papírů (tedy bez ohledu na trh dlouhodobých úvěrů a krátkodobých cenných papírů). Cenný papír obecně je listinou (resp. záznamem), která představuje pohledávku vlastníka vůči tomu, kdo cenný papír emitoval. Cenný papír je tedy nositelem právního nároku, který v sobě ztělesňuje. Pro vznik, existenci, převod a zánik tohoto nároku je v podstatě nenahraditelný. Cenné papíry se mohou vyskytovat v materializované (listinné) podobě nebo v podobě dematerializované (zaknihované), kdy listinou podobu cenného papíru nahrazuje záznam v zákonem stanovené formě. Například v České republice vede evidenci zaknihovaných

cenných papírů a jejich majitelů Středisko cenných papírů (SCP). To vede jednak registry emitentů (evidenci cenných papírů vydaných jedním emitentem) a jednak účty všech majitelů cenných papírů (evidenci cenných papírů v majetku jednoho majitele). Převody zaknihovaných cenných papírů jsou pak prováděny v evidenci SCP jako zápisy na vrub a ve prospěch účtů jednotlivých majitelů.

Dle druhu kapitálové potřeby, kterou jejich emise zabezpečuje, se cenné papíry člení na majetkové a úvěrové. **Majetkové cenné papíry** (zejména akcie a podílové listy) neobsahují nárok investora na vrácení investovaného kapitálu a emitentovi umožňují obstarat trvalý (vlastní) kapitál. **Úvěrové cenné papíry** (zejména dluhopisy) jsou založeny na úvěrovém vztahu mezi investorem a emitentem, přičemž emitent si jejich emisí opatřuje dočasný (cizí) kapitál k podnikání a investor očekává, že investovaný obnos získá ve stanové lhůtě zpět zvýšený o přislíbený výnos.

První prodej cenného papíru se uskutečňuje jeho emisí na primárním trhu, kde emitenti vydávají cenné papíry za účelem získání peněžních zdrojů. Emisní obchody, tedy jejich přípravu, provedení, následné zajištění a podporu, provádí buď emitent sám (vlastní emise), nebo využívá služeb investiční banky či obchodníka s cennými papíry (cizí emise). Vlastní emisí realizují pouze ti emitenti, kteří jsou schopni vlastními silami zabezpečit technickou, právní a ekonomickou stránku celého emisního obchodu – zpravidla komerční a hypoteční banky nebo velké podniky. Při cizí emisí využívají emitenti služeb specializovaných emisních prostředníků, kteří zabezpečují emisní poradenství, vyhotovení emisního prospektu, registraci emise, vytvoření emisního konsorcia, umístění cenných papírů a jejich podporu na trhu. V tomto směru mají nejvýznamnější postavení na světových emisních trzích finanční skupiny, banky, nebo investiční firmy.

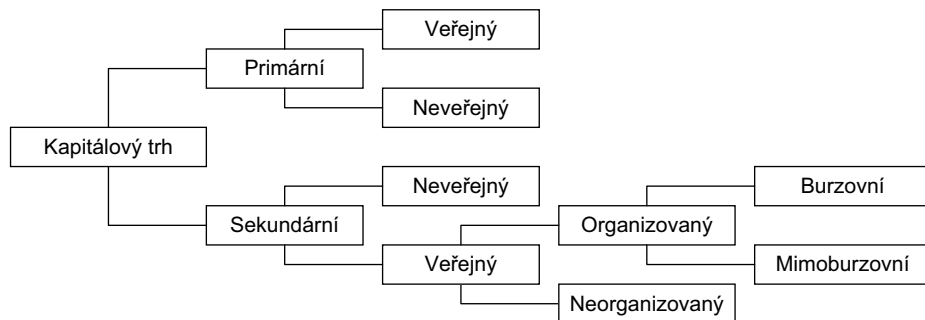
Dle míry angažovanosti emisního prostředníka v procesu emise se může jednat o emisního obstaravatele, emisního prostředníka komisionářského emisního obchodu nebo emisního garanta. **Emisní obstaravatel** (aranžér, organizátor, hlavní manažer) přebírá emisí za emisní kurz a prodej uskutečňuje cizím jménem na cizí účet, přičemž odbytové riziko nese emitent.

Emisní prostředník komisionářského emisního obchodu přebírá emisí komisionářským způsobem za emisní kurz a prodej uskutečňuje vlastním jménem na cizí účet. Tento typ emisního obchodu se může realizovat na bázi „maximální snahy“, přičemž se ručitel zavazuje prodat co nejvíce cenných papírů, avšak negarantuje rozprodání celé emise, nebo „všechno, nebo nic“. V tomto případě se předpokládá úplné umístění emise ve stanoveném období a pokud k umístění do konce stanoveného období nedojde, emisní smlouva se zruší.

Povinností **emisního garanta** (manažera emise) je nakoupit celou emisí na vlastní účet a riziko, přičemž nese riziko jejího nerozprodání. Ručitelství emisní obchod lze realizovat v různých formách, přičemž nejrozšířenějšími způsoby jsou náhradní ručení a pevný závazek ručitele. V rámci náhradního ručení je ručitel povinen odebrat za předem stanovenou cenu pouze ty cenné papíry, které nebyly umístěny. Při pevném závazku se ručitel zavazuje odebrat celý objem emise cenných papírů a současně vyplatit emitentovi výnos z celé emise v předem stanovené výši (jedná se o tzv. emisního tvůrce). Pevný závazek tedy zaručuje stoprocentní úspěšnost emise.

Jsou-li v rámci emise cenné papíry nabízeny široké investorské veřejnosti, jedná se o veřejnou emisi cenných papírů (primární veřejný trh). Smluvní ujednání v případě veřejné emise jsou složitější a smlouvy jsou vysoce standardizované. Veřejná emise podléhá také určitému typu regulace, proto je při její přípravě nutno dodržet určité kroky, zejména je nutno vyhotovit prospekt cenného papíru. Emise je poté schvalována nebo registrována regulatorem. Naopak v některých případech jsou cenné papíry nabízeny pouze předem vymezené skupině investorů, kteří jsou obeznámeni se situací emitenta, mnohdy ani nevyžadují vyhotovení prospektu cenného papíru a cenný papír zpravidla drží po celou dobu jeho životnosti (nevyžadují tedy jeho obchodovatelnost na organizovaných trzích). V tomto případě se jedná o soukromou emisi, která se provádí na primárním neveřejném trhu.

Již emitované cenné papíry jsou poté prodávány a nakupovány dalšími investory na sekundárním trhu, na kterém emitent žádné další volné finanční prostředky nezískává. Předností cenných papírů je tedy fakt, že dlouhodobá vázanost prostředků platí pouze pro subjekt, který primárně získává finanční prostředky, tj. pro emitenta cenného papíru a nikoli pro subjekt prostředky poskytující (investor). Investor totiž může cenný papír teoreticky kdykoli prodat na sekundárním kapitálovém trhu. Kromě likvidity jsou dalším motivem pro obchodování na sekundárním trhu informace. Každý účastník trhu věří, že má lepší informace než ostatní účastníci. To jej může vést k přesvědčení, že aktuální tržní cena neodpovídá správné (vnitřní) hodnotě cenného papíru a že je tedy možné nákupem či prodejem realizovat zisk. Členění kapitálového trhu z hlediska primárního a sekundárního trhu cenných papírů znázorňuje obrázek 1-2.



Obr. 1-2 Členění kapitálového trhu

Přesuny cenných papírů mezi jednotlivými investory mohou probíhat na bázi individuálně dohodnutých transakcí přímo mezi vlastníky cenných papírů a potenciálními zájemci o nákup za dohodnutou cenu v dohodnutém objemu. Tyto typy obchodů jsou prováděny na neveřejném sekundárním trhu. Na sekundárním trhu dále obchodují investoři, kteří disponují určitými instrumenty a prodávají každému, kdo přijde a respektuje jejich cenu. Tento trh je tedy veřejný, volně přístupný, ovšem neorganizovaný. Bývá označován jako trh OTC (*over-the-counter market*) neboli trh přes přepážku. Na OTC trhu je prostřednictvím bank či soukromých makléřů obchodována značná část skutečně obíhajících cenných papírů.

V některých případech nabídku a poptávku po investičních instrumentech organizuje licencovaný subjekt, a to v souladu s platnou legislativou a dle stanovených pravidel

a předpisů. Tento tzv. organizovaný trh může fungovat jako trh burzovní či mimoburzovní. Burzy cenných papírů mají centrální parket, na kterém burza dohlíží nad správností a korektností uzavíraných obchodů a zároveň garantuje jejich vypořádání. S cennými papíry přitom zpravidla mohou obchodovat výhradně členové burzy. Cenné papíry, které nesplnily podmínky pro připuštění k burzovním obchodům se obchodují na mimoburzovním trhu – v České republice probíhá mimoburzovní trh v rámci RM-Systemu. Cenné papíry splňující přísné burzovní podmínky lze obchodovat na prestižních burzovních trzích, na kterých se obchodují nejbonitnější cenné papíry. V České republice existuje jediný burzovní trh, jehož organizátorem je akciová společnost Burza cenných papírů Praha (BCPP). Význam burzy se zpravidla hodnotí dle ročního objemu obchodů s cennými papíry, které se na ni uskutečnily nebo podle celkové tržní kapitalizace zde obchodovaných cenných papírů. Největší světové burzy cenných papírů v pořadí dle jejich tržní kapitalizace znázorňuje tabulka 1-1.

Tab. 1-1 Sedm největších světových burz dle tržní kapitalizace v roce 2005

| Burza cenných papírů | Tržní kapitalizace (mld. USD) | Objem akciových obchodů (mld. USD) | Kotované emise akcií |
|------------------------------|-------------------------------|------------------------------------|----------------------|
| New York Stock Exchange | 13 311 | 14 125 | 2 270 |
| Tokyo Stock Exchange | 4 572 | 4 482 | 2 351 |
| Nasdaq Stock Exchange | 3 604 | 10 087 | 3 164 |
| London Stock Exchange | 3 058 | 5 678 | 3 091 |
| Euronext | 2 707 | 2 906 | 1 259 |
| Toronto Stock Exchange Group | 1 482 | 900 | 3 758 |
| Deutsche Börse | 1 221 | 1 915 | 764 |

Zdroj: World Federation of Exchanges (2006)

Burzu cenných papírů lze vymezit jako zvláštním způsobem organizované shromáždění subjektů, které se pravidelně v určenou dobu osobně tváří v tvář scházejí na přesně vymezeném místě (prezenční burza), nebo jsou propojeni prostřednictvím počítačové sítě bez osobního setkávání (elektronická burza) a obchodují s cennými papíry podle platných pravidel a burzovních předpisů.

Burzy bývají obvykle založeny ve formě akciové společnosti. Jak již bylo uvedeno, zpravidla se nejedná o volně přístupné trhy. Jsou založeny na členském principu a přístup na ně tedy mají pouze vybrané osoby nebo instituce. Členství na burze lze získat buď na základě splnění určitých požadavků (veřejnoprávní typ burzy), nebo koupí křesla (členství) ve veřejných aukcích (soukromoprávní typ burzy) tak, jako je tomu například na Newyorské burze cenných papírů NYSE.

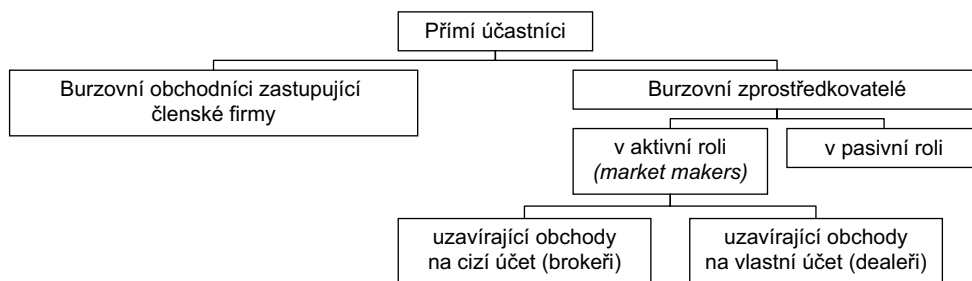
Investoři mají na burzu přístup pouze prostřednictvím zprostředkovatelů, jejichž prostřednictvím zde obchodují individuální investoři (osoby nebo firmy) nebo investoři institucionální (banky, penzijní fondy, investiční společnosti atp.). Zprostředkovatelé těchto obchodů jsou označováni jako obchodníci s cennými papíry, kterým burzovní komora udělila k obchodování s cennými papíry oprávnění. Ti obchodují nejen na cizí (klientův), ale i na vlastní účet a svou činnost mohou vykonávat pouze pomocí makléře (fyzické osoby s příslušnou makléřskou licencí).

Fungování burzy, její pravomoci a povinnosti, způsoby, techniky a pravidla obchodování vymezují burzovní předpisy, tedy stanovy burzy, burzovní řád atp. Burzovní předpisy samozřejmě musí být v souladu s legislativou, týkající se fungování kapitálového trhu dané země. Kontrola dodržování burzovních pravidel a předpisů je zajišťována jednak ze strany regulatorního orgánu zpravidla prostřednictvím burzovního komisaře a jednak ze strany samotné burzy prostřednictvím burzovních orgánů (burzovní komora či burzovní výbory).

Vnitřní systém burzy je relativně složitý, má několik subsystémů, které jsou propojeny vzájemnými vazbami. Jejich bezproblémové fungování je pro plynulý efektivní chod burzy nezbytné. K základním prvkům burzovního systému patří burzovní publikum, burzovní příkazy, předmět burzovních obchodů, standardizace obchodovaného množství, obchodní systémy, druhy burzovních obchodů, vypořádání burzovních obchodů, burzovní informace a burzovní regulace a kontrola.

1.1.1 Burzovní publikum

Investory, kteří mají zájem kupovat nebo prodávat cenné papíry na burze, lze zpravidla považovat za nepřímé účastníky obchodování, neboť nejsou členy burzy, a proto na ni nemají přístup. K nákupu či prodeji cenných papírů musí tedy využít služeb přímých účastníků (viz obrázek 1-3), kteří jsou členy burzy a mají na burzovní trh přímý přístup a možnost realizace obchodů. Jedná se o burzovní obchodníky zastupující členské firmy a o burzovní zprostředkovatele, kteří v aktivní či pasivní roli přispívají k uzavírání obchodů.



Obr. 1-3 Typy přímých účastníků burzovních obchodů

Burzovní obchodníci zastupující členské firmy nabízejí svým klientům služby spojené s investováním (poradenství, správu a úschovu, majetkovou správu a provádění kupních a prodejních příkazů), ale provádějí rovněž vlastní obchody, čímž přispívají ke zvyšování likvidity trhů. Burzovní zprostředkovatelé mají zprostředkovatelskou a kurzotvornou úlohu, neboť stanoví burzovní kurz a vyřizují burzovní obchody. Úkolem burzovních zprostředkovatelů v pasivní roli (dohodců) je v systému řízeném příkazy shromažďovat nákupní a prodejní příkazy, tyto příkazy párovat a stanovovat kurz. Sami však obchody neuzavírají. Burzovní zprostředkovatelé v aktivní roli (tvůrci trhu – *market makers*) se vyskytují v systémech řízených cenou či kvótami. Jejich hlavním úkolem je neustále pro vymezené cenné papíry kotovat nákupní a prodejní kurzy, za které jsou ochotni nakupovat a prodávat. Mají tedy povinnost vytvářet oboustranný trh kotací cenných papírů na straně nabídky i poptávky. Jelikož mohou uzavírat obchody jak na cizí účet (broker), tak i na vlastní účet (dealer), dodávají svou činností cenným papírům likviditu.

1.1.2 Burzovní příkazy

K reálnému fungování burzovních obchodních systémů je třeba do nich vkládat nákupní a prodejní příkazy. Každý burzovní příkaz přitom musí jednoznačně definovat předmět obchodu, tedy stanovit, kterého cenného papíru se příkaz týká. Každý existující veřejně obchodovaný cenný papír ve světě má svůj vlastní identický kód ISIN (*International Securities Identification Number*), což je dvanáctimístní alfanumerický kód, kde první dvě pozice představují zkratku země emitenta, za níž následuje devítimístné číselné označení národní identifikace cenného papíru a nakonec jednomístné kontrolní číslo.

Pokud si klient přeje realizovat koupi či prodej cenného papíru, udělí svému obchodníkovi příkaz některou z předepsaných forem (např. elektronickým systémem, faxem, telefonicky či osobně na přepážce). Obchodníci s cennými papíry vedou interní elektronické databáze burzovních příkazů, které následně ve vhodný okamžik převádějí v elektronické formě na burzu. Obsah, formu a druhy burzovních příkazů, které jsou přípustné pro daný obchodní systém upravují burzovní předpisy dané burzy. Zejména speciálně definované příkazy bývají na různých burzách odlišné. Kromě definice příkazu (nákup/prodej), identifikace cenného papíru, množství a časové platnosti příkazu je klíčovou informací prodejní (resp. kupní) kurz, tedy údaj, za jakých kurzových podmínek je možné příkaz provést. Z tohoto hlediska je možno vytvořit příkaz nelimitovaný, v rámci kterého se obchodník bude snažit prodat či nakoupit cenný papír za co nejvýhodnější cenu na trhu (*at best order, at least order*), nebo příkaz limitovaný, kdy investor stanoví nejvyšší kupní či nejnižší prodejní kurz. Dále existují příkazy zajišťující zisk či omezující ztrátu, jejichž podstatou je snaha podílet se na kurzovém vzestupu, či eliminovat rizika kurzových ztrát.

1.1.3 Předmět burzovních obchodů

Na burze cenných papírů se obchoduje s různými druhy cenných papírů, mezi které patří zejména akcie, podnikové a bankovní dluhopisy, dlouhodobé státní dluhopisy, hypoteční zástavní listy a podílové listy.

Každý cenný papír musí být nejdříve připuštěn na burzu, resp. na její segment (např. segment pro zahraniční akcie, segment pro malé rizikové podniky apod.) na základě splnění přesně vymezených podmínek pro kotaci na burzovním trhu, které určují burzovní, případně regulatorní orgány. Rozhodnutí o přijetí cenného papíru k obchodování obvykle přísluší kotačnímu výboru dané burzy.

Struktura, vymezení a úroveň jednotlivých podmínek pro kotaci na burzovním trhu se na jednotlivých burzách liší. Zpravidla se však týkají minimální výše vlastního kapitálu, doby existence podniku, minimálního objemu emise vydané na základě veřejné nabídky, dostatečné likvidity emise či určité úrovně hospodaření emitenta. Hlavní důraz je však kladen na informační povinnost. Emitent je povinen pravidelně zveřejňovat výsledky hospodaření v požadované struktuře a veškeré další informace, které by mohly ovlivnit kurz cenných papírů.

1.1.4 Standardizace obchodovaného množství

Množství cenných papírů, které může být zobchodováno, je na většině světových burz standardizováno. Jsou tedy stanoveny minimální jednotky pro obchodování v počtu kusů

cenných papírů či v lotech, které jsou stanoveny buď počtem cenných papírů nebo celkovým objemem obchodu v peněžních jednotkách (někdy i různě pro jednotlivé emise) a dle potřeby upravovány dle vývoje kurzu. Je-li to umožněno, pak zejména drobní investoři v některých případech provádějí transakce v neúplných jednotkách (*odd-lot*). Tyto transakce jsou však nevýhodné, neboť je za to k aktuálnímu kurzu přičítána určitá přírážka.

1.1.5 Obchodní systém

Obchodní systém každé burzy musí přesně vymezit fakt, zda budou kurzy stanovovány kontinuálně nebo jednorázově (na celý den či jeho určitou část) a rovněž jakým způsobem budou do uzavírání obchodů zapojeni burzovní zprostředkovatelé (zda smí obchodovat pouze na cizí nebo vlastní účet, případně na oba druhy účtů). Důležitou roli při výběru obchodního systému hraje na burze rovněž míra zapojení výpočetní techniky do obchodování. Klasický systém, kdy obchody probíhají na parketu a uzavírají se tzv. „metodou veřejného křiku“ je uplatňován na prezenčním typu burzy. Parket je oddělen zábradlím od kulisy, kde se uzavírají neoficiální obchody. Výhradně s využitím výpočetní techniky se obchoduje na elektronické burze, která umožňuje uzavírat velké objemy obchodů v krátkém čase bez nutnosti fyzické přítomnosti obchodníků přímo na burze. Elektronické burzy mají nižší transakční náklady, zrychlují a usnadňují šíření informací ve větší kvalitě a navíc umožňují snadné propojení a spolupráci s ostatními burzami.

Obchodní systémy využívané na burzách v jejich základním členění znázorňuje tabulka 1-2. V současné době nejsou tyto systémy na jednotlivých burzách vždy využívány pouze v základní podobě, ale i v různých modifikacích či kombinovaně. Obecně lze říci, že na prezenční burze je možno využívat *systém řízení příkazy*, *cenou* či *systém aukční*.

Tab. 1-2 Burzovní obchodní systémy

| Prezenční burzy | | Elektronické burzy |
|-----------------------|---------------------------|-------------------------------------|
| Systém řízený příkazy | Systém jednotného kurzu | Systém jednotné cenové aukce |
| | Systém jednotlivých kurzů | Systém centrální objednávkové knihy |
| Systém řízený cenou | | Systém řízený kotacemi |
| Aukční systém | | |
| | | Kombinovaný systém |

Poznámka:

Barevný odstín znázorňuje analogii daného systému na prezenční a elektronické burze.

V *systému řízeném příkazy* (*order driven system*) předávají členové burzy do určitého okamžiku nákupní a prodejní příkazy. Tyto příkazy se shromažďují u burzovního zprostředkovatele (dohodce), který, jak již bylo uvedeno, vystupuje pouze v pasivní roli (tedy sám neobchoduje). Ve stanoveném okamžiku dohodce na základě obdržených příkazů stanoví kurz, při kterém je uzavřeno maximální množství transakcí a v tomto okamžiku je takový kurz jediným kurzem na trhu. Ke stanovení kurzu tímto způsobem může dojít jednou (systém jednotného kurzu) nebo vícekrát denně (systém jednotlivých kurzů), přičemž poslední kurz je kurzem uzavíracím.

Mnohem méně transparentním, ale zato zpravidla likvidnějším systémem, je *systém řízený cenou* (*price driven system*). Tento systém má decentralizovaný charakter, neboť