

Komparace kapitálových trhů **vybraných členských států Evropské unie**

Bc. František Kaprálik

Diplomová práce
2006



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně

Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav managementu

akademický rok: 2005/2006

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. František KAPRÁLIK**

Studijní program: **N 6208 Ekonomika a management**

Studijní obor: **Management a marketing**

Téma práce: **Komparace kapitálových trhů vybraných členských států Evropské unie**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Charakterizujte kapitálový trh, jeho funkce, subjekty, nástroje a jejich využívání.
- Formulujte význam a možnosti kapitálových trhů.

II. Praktická část

- Popište kapitálový trh ve vybraných členských státech Evropské unie.
- Porovnejte kapitálové trhy.
- Vyjmenujte perspektivy a nové možnosti fungování kapitálového trhu v ČR a SR.

Závěr

Rozsah práce: **70 stran**
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:


- [1] IHRVOL'OVÁ, B. Analýza finančních trhů. Bratislava: Sprint, 2001, 373 s. ISBN 80-88848-86-5
- [2] JEŽEK, T. Peníze a trh. Praha: Portál, 2002, 148 s. ISBN 80-7178-685-3
- [3] LEE, A.J. Klíč k pochopení cenných papírů. Praha: Victoria Publishing, 1993, 124 s. ISBN 80-85605-59-7
- [4] LIŠKA, V. Kapitálové trhy a kolektivní investování. Praha: Profesional Publishing, 2004, 525 s. ISBN 80-86419-63-0
- [5] MUSÍLEK, P. Trhy cenných papírů. Praha: EKOPRESS, 2002, 459 s. ISBN 80-86119-55-6
- [6] PAVLÁT, V. Kapitálové trhy. Praha: Profesional Publishing, 2003, 296 s. ISBN 80-86419-33-9

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Martin Šustr**


Datum zadání diplomové práce: **6. března 2006**

Termín odevzdání diplomové práce: **12. května 2006**

Ve Zlíně dne 6. března 2006


doc. PhDr. Vnislav Nováček, CSc.
děkan




Ing. Pavla Staňková, Ph.D.
ředitel ústavu

ABSTRAKT

Cieľom mojej diplomovej práce je popísať kapitálový trh, jeho podstavu, funkcie a porovnať kapitálový trh vo vybraných štátoch Európskej únie. Práca je rozdelená na dve časti. V prvej časti, ktorá pozostáva z prvej kapitoly, opisujem kapitálový trh, jeho význam, charakteristiku, funkcie, procesy, nástroje a indexy. Druhá časť je rozdelená na dve kapitoly. V druhej kapitole opisujem primárny a sekundárny kapitálový trh v Českej republike, jeho organizátorov, subjekty a legislatívnu základňu. V tretej kapitole sa venujem porovnaniu kapitálového trhu vo vybraných krajinách Európskej únie, ako sú Veľká Británia, Nemecko, Holandsko, Francúzsko a Slovensko. Ďalej je tu opísaná integrácia európskych kapitálových trhov, súčasný vývoj akciových búrz v Európe, stredoeurópska spolupráca a nové pravidlá obchodov s cennými papiermi EÚ.

Kľúčové slová: kapitálový trh, primárny a sekundárny trh, burzové indexy, trhovú kapitalizácia, subjekty kapitálových trhov

ABSTRACT

The aim of my thesis is described capital market, its center, function and comparison the capital markets in various states of European Union. My thesis contains two main parts. In the first one, first chapter, I describe capital market, its importance, characteristic, function, processes, implements and indexies. The second part contains two chapters. I analyse the capital market of Czech republic, its organisers, subjects and legislation. The third chapter is dealt with comparison of the capital markets in Great Britain, Germany, Netherland, France and Slovakia. My thesis also contains an integration of capital markets, course of share market and new rules of doing business with commercial instruments.

Keywords: capital market, primary and secondary market, market capitalisation, subjects of capital market, stock market

Touto cestou by som chcel veľmi poďakovať svojmu vedúcemu diplomovej práce Ing. Martinovi Šustrovi za odborné vedenie mojej diplomovej práce, za pomocné rady, pripomienky a ochotu, ktorú mi poskytoval počas konzultácií.

Motto:

„Pri predpovedaní v ekonómii platí, že čokoľvek sa má stať, sa už deje.“ Sylvia Porter

OBSAH

ÚVOD	8
I TEORETICKÁ ČÁST	10
1 KAPITÁLOVÝ TRH	11
1.1 VÝZNAM KAPITÁLOVÉHO TRHU	11
1.2 CHARAKTERISTIKA KAPITÁLOVÉHO TRHU	11
1.2.1 Rozdiel medzi kapitálovým a peňažným trhom	14
1.3 FUNKCIE KAPITÁLOVÉHO TRHU.....	14
1.4 PROCESY PREBIEHAJÚCE NA KAPITÁLOVOM TRHU	16
1.5 NÁSTROJE KAPITÁLOVÉHO TRHU	16
1.5.1 Úverové cenné papiere.....	17
1.5.1.1 Dlhopisy	17
1.5.1.2 Obligácie	18
1.5.1.3 Členenie obligácií podľa emitenta.....	18
1.5.2 Majetkové cenné papiere.....	21
1.5.2.1 Akcie.....	22
1.5.2.2 Druhy akcií.....	24
1.5.3 Deriváty kapitálového trhu.....	25
1.5.3.1 Forwardy	25
1.5.3.2 Futures	26
1.5.3.3 Swapy	26
1.5.3.4 Opcie.....	26
1.5.4 Organizátori trhu	27
1.5.4.1 Burza cenných papierov	27
1.5.4.2 RM-Systém	27
1.5.4.3 Stredisko cenných papierov	28
1.6 BURZOVÉ INDEXY	28
II PRAKTICKÁ ČÁST	30
2 KAPITÁLOVÝ TRH V ČESKEJ REPUBLIKE	31
2.1 PRIMÁRNY KAPITÁLOVÝ TRH V ČESKEJ REPUBLIKE	32
2.2 ORGANIZÁTORI KAPITÁLOVÉHO TRHU V ČESKEJ REPUBLIKE	33
2.2.1 Burza cenných papierov v Prahe	35
2.2.2 Stredisko cenných papierov.....	39
2.2.3 RM – Systém, a.s.....	42
2.2.4 Komisia pre cenné papiere	44
2.2.5 Inštitúcie českého kapitálového trhu.....	45
2.3 SUBJEKTY KAPITÁLOVÉHO TRHU V ČESKEJ REPUBLIKE	46
2.4 SEKUNDÁRNY KAPITÁLOVÝ TRH V ČESKEJ REPUBLIKE	47
2.4.1 Vývoj sekundárneho trhu	47
2.4.2 Regulácia kapitálového trhu	48

2.5	LEGISLATÍVNA ZÁKLADŇA KAPITÁLOVÉHO TRHU V ČESKEJ REPUBLIKE	49
2.5.1	Zákon č. 591/1992 Sb. o cenných papírech	50
2.5.2	Zákon č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu	51
3	KAPITÁLOVÝ TRH VO VYBRANÝCH ČLENSKÝCH ŠTÁTOCH EURÓPSKEJ ÚNIE.....	52
3.1	KAPITÁLOVÝ TRH EURÓPSKEJ ÚNIE	52
3.2	VEĽKÁ BRITÁNIA	53
3.3	NEMECKO	56
3.3.1	NEVEX.....	58
3.3.2	Xetra	59
3.4	HOLANDSKO	60
3.4.1	Euronext.....	60
3.5	FRANCÚZKO	62
3.6	SLOVENSKÁ REPUBLIKA	63
3.6.1	Subjekty slovenského kapitálového trhu	64
3.6.2	Analýza kapitálového trhu na Slovensku	65
3.7	INTEGRÁCIA EURÓPSKYCH KAPITÁLOVÝCH TRHOV.....	69
3.8	SÚČASNÝ VÝVOJ AKCIOVÝCH BÚRZ V EURÓPE	71
3.9	STREDOEURÓPSKA SPOLUPRÁCA	75
3.10	NOVÉ PRAVIDLÁ OBCHODOV S CENNÝMI PAPIERMI EÚ	76
	ZÁVER	78
	ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY	80
	ZOZNAM OBRÁZKOV	84
	ZOZNAM TABULIEK	85

ÚVOD

V trhových systémech sú dôležité najmä interné zdroje financií a v prípade väčších firiem aj emisie dlhopisov a akcií. Vzhľadom na význam akciového financovania sú firmy v trhových systémech v priemere menej zadĺžené, ceny investícií sa tvoria pomocou objektívnejších mechanizmov a trh od nich vyžaduje lepšie hospodárenie so zverenými prostriedkami, ak firma nevypláca dostatočné dividendy, akcionári odvolajú vedenie, ak dosahuje dobré výsledky, má prístup k lacnejšiemu kapitálu, atď. Logicky je v týchto ekonomikách veľký počet spoločností kótovaných na burzách cenných papierov. Lepšie tu funguje aj konkurencia medzi finančnými inštitúciami a vládne zásahy sú zriedkavejšie a menej deformujú trh ako v prípade bankových ekonomík. Istou slabinou tohto typu finančnej ekonomiky je uprednostňovanie krátkodobých cieľov pri riadení podniku. Stabilita akcionárov je v úverových systémech omnoho vyššia ako v trhových. Monitoring riadenia kapitálu je bezprostrednejší a kontrola sa vykonáva priamo prostredníctvom zastúpenia vo vedení firmy. Vlastníkom kapitálu to okrem iného umožňuje uprednostňovať dlhodobé ciele v riadení firmy pred okamžitými výsledkami.

Cieľom mojej diplomovej práce, ktorej obsah tvoria tri kapitoly, bolo priblížiť kapitálový trh vo vybraných krajinách Európskej únie, jeho charakteristiku, nástroje, funkcie. Z dôvodu veľkého rozsahu kapitálového trhu som sa venoval v tejto práci porovnaniu akciového trhu a tržnej kapitalizácii.

V prvej časti sa venujem všeobecne kapitálovému trhu. Jeho významu v ekonomike, charakteristike, funkciám, procesom prebiehajúcim na tomto trhu, jeho nástrojom a burzovým indexom.

Druhá časť mojej diplomovej práce je rozdelená na dve kapitoly, druhú a tretiu. V druhej kapitole je popísaný kapitálový trh v Českej republike. Venujem sa tu primárnemu kapitálovému trhu, organizátorom na tomto trhu, ktorými sú hlavne Burza cenných papierov v Prahe, Stredisko cenných papierov, RM – Systém a Komisia pre cenné papiere. Ďalej tu opisujem subjekty českého kapitálového trhu, jeho sekundárny trh a legislatívnu základňu.

V tretej kapitole sa venujem porovnaniu kapitálového trhu krajín Európskej únie a to Veľkej Británie, Nemecku, Holandsku, Francúzku a Slovensku. Opisujem tu integráciu

európskych kapitálových trhov, súčasný vývoj akciových búrz v Európe, stredoeurópskej spolupráci a na záver novým pravidlám obchodov s cennými papiermi.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 KAPITÁLOVÝ TRH

1.1 Význam kapitálového trhu

Vo vyspelých trhových ekonomikách má nezastupiteľné miesto kapitálový trh. Je spojený s tvorbou makroekonomických veličín, ako objem investícií, spotreby, úspor, zamestnanosti a úrovňou produktu. Prelieváním voľných kapitálových zdrojov z miest ich tvorby do odvetví a podnikov reaguje na zmenu podmienok, príležitostí a rozvoja ekonomiky.

V našej spoločnosti sú kapitálové trhy mechanizmom pre premenu verejných úspor na také investície (budovy, stroje a zariadenia, letiská a diaľnice, zásoby tovaru a surovín), ktoré umožňujú rozvoj hospodárstva, vznik nových pracovných príležitostí a zvyšovanie životnej úrovne. Je to systém, ktorý sa zaoberá väčšinou každodenných platieb za nákupy potravín, oblečenia, bytov a tisícou iných druhou tovaru a služieb. Kapitálové trhy vytvárajú formou akcií, obligácií a iných cenných papierov kredit pre zachovanie rozsahu verejných výdajov a životnej úrovne, tak isto ako zachovanie kúpnej sily aj v budúcnosti. [19]

Kapitálový trh si vynucuje značnú makroekonomickú analýzu, je tesne spojený so základnými makroekonomickými cieľmi a nástrojmi. Úroveň národohospodárskeho výstupu závisí od rovnováhy na štyroch trhoch, a to: trhu statkov a služieb, trhu práce, trhu kapitálu a peňažnom trhu. Tieto trhy sú navzájom spojené. Kapitálový trh a trh statkov a služieb sú vo vzájomnej interaktívnej podmienenosti s trhom práce, čoho dôsledkom je rast alebo pokles hrubého domáceho produktu a nezamestnanosti. Všetky procesy, ktoré sa uskutočňujú, sa zároveň odrážajú na peňažnom trhu, pričom je len samozrejmé, že aj stav peňažného trhu implikuje stav týchto trhov, rast alebo pokles cenovej hladiny, reálnych miezd a pod. [17]

1.2 Charakteristika kapitálového trhu

Kapitálový trh predstavuje mechanizmus a inštitúcie, kde sa stretáva ponuka a dopyt po dlhodobu uvoľnenom kapitále. Na strane ponuky sú tí investori, ktorí majú záujem dlhodobu investovať svoje peňažné prostriedky na finančnom trhu. Tí, ktorí tieto voľné prostriedky potrebujú sú na strane dopytu, stávajú sa dlžníkmi. Veritelia sa vzdávajú svojej súčasnej spotreby dlhodobu v prospech spotreby budúcej. Požadujú preto od dlžníkov za

poskytnutie týchto prostriedkov istú kompenzáciu obmedzenia ich spotreby, a to výnos. Potvrdenie, že veritelia poskytnú prostriedky, ako aj nárok na výnos stelesňujú cenné papiere. Tieto dávajú dlžníci svojim veriteľom. Výnos na kapitálovom trhu má rôzne podoby, v závislosti od toho, o aký cenný papier ide. Môže mať podobu úroku, prémie podielu na zisku, dividendy a pod.

Na tomto trhu je miesto, na ktorom sa na jednej strane sústreďujú finančné zdroje a na druhej strane sa trvalo a efektívne prerozdeľujú pre kapitálové investície, t.j. úspory sa transformujú na investície. [17]

Ako súčasť finančného trhu, kapitálový trh sprostredkováva na rozdiel od peňažného trhu, ktorý sa týka zabezpečenia krátkodobých úverových operácií, strednodobé a dlhodobé úvery rôznym účastníkom trhu. [15]

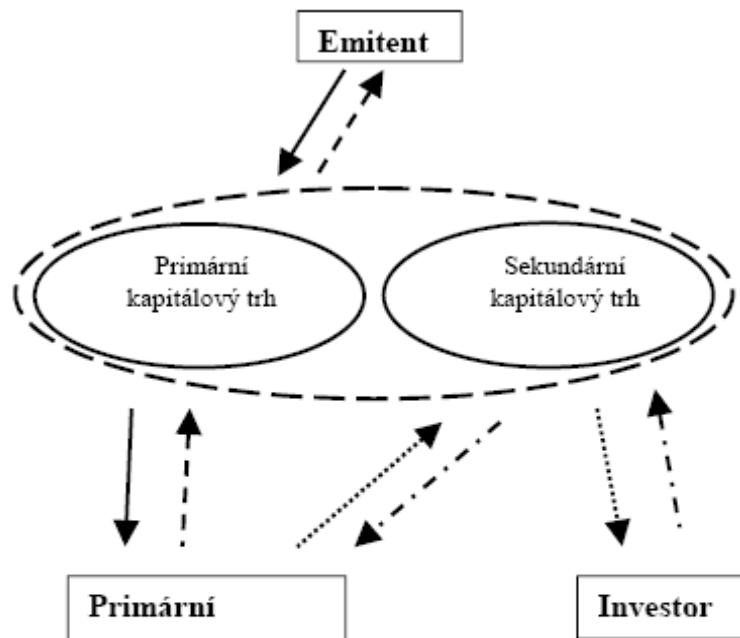
Finančné nástroje na tomto trhu majú dobu splatnosti dlhšiu ako jeden rok a pohybujú sa, čo do objemu, od malých pôžičiek až do mnohomiliónové úvery. [19]

Peňažný kapitál koncentrovaný na kapitálovom trhu sa realizuje predovšetkým emisiou súkromných a štátnych cenných papierov. Pri vstupe na tento trh je hlavným zámerom emitentov získať dlhodobé zdroje pre svoje rozvojové potreby. Na kapitálovom trhu vystupujú ako najväčší investori hlavne inštitucionálni investori. Sú to investičné spoločnosti a fondy, penzijné fondy, poisťovne a banky, ale tiež aj domácnosti. Títo investori na dlhšiu dobu obmedzujú svoju spotrebu, vstupujú na kapitálový trh s očakávaním, že im finančné nástroje prinesú vyšší výnos, ako prinesú nástroje peňažného trhu.

Prvý predaj cenných papierov sa realizuje na primárnom trhu. Ďalej sa s nimi obchoduje na sekundárnom trhu. Sekundárny trh sa uskutočňuje buď prostredníctvom burzy cenných papierov, alebo prostredníctvom mimo burzových trhov. Primárne a sekundárne trhy sú vzájomne úzko prepojené. Podľa toho, ako sa vyvíjajú ceny a výnosy sa investori orientujú na primárny alebo na sekundárny trh.

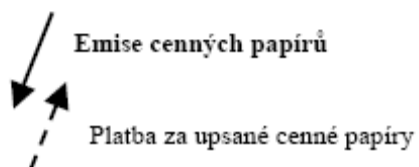
Na rozdiel od primárneho trhu, funkcia sekundárneho trhu spočíva v nákupe a predaji cenných papierov na burze, resp. mimo burzu. Obchodovanie na tomto trhu je do objemu väčšie než na primárnom trhu. Nové investície sekundárne trhy nepodporujú.

Procesy prebiehajúce na primárnom a sekundárnom kapitálovom trhu si môžeme ukázať na nasledujúcom obrázku:

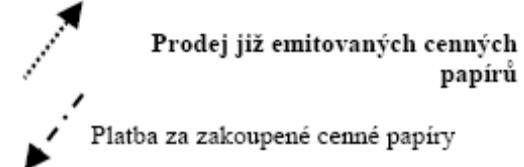


Vysvětlivky ke schématu č. 1:

Úpis cenných papírů:



Obchodování na sekundárním kapitálovém trhu:



Obr. 1. procesy na primárnom a sekundárnom kapitálovom trhu [44]

1.2.1 Rozdiel medzi kapitálovým a peňažným trhom

Vzhľadom na to, že v niektorých publikáciách sa môžeme stretnúť s chápaním a charakteristikou kapitálového a peňažného trhu ako identického trhu, nemožno to považovať za presné a správne, preto uvádzam v nasledujúcej tabuľke základné rozdiely medzi týmito trhami.

Tab. 1. Rozdiel medzi kapitálovým a peňažným trhom

Peňažný trh	Kapitálový trh
<ul style="list-style-type: none"> • vyhľadáva dočasne voľné peňažné prostriedky a umiestňuje ich tam, kde je ich nedostatok v záujme obratu výrobných zdrojov • ide tu o umiestňovanie peňažných prostriedkov investorov do cenných papierov, ktoré majú krátkodobú lehotu splatnosti • nástrojmi sú zmenky, šeky, depozitné certifikáty, pokladničné poukážky, ktoré sú splatné do jedného roku 	<ul style="list-style-type: none"> • dlhodobé a efektívne uloženie do oblastí ich vyššieho zhodnocovania • ide tu o umiestňovanie peňažných prostriedkov investorov do cenných papierov, ktoré majú lehotu splatnosti dlhšiu ako jeden rok • nástrojmi sú dlhopisy, obligácie, akcie, hypotéky, komunálne cenné papiere

1.3 Funkcie kapitálového trhu

Finančný systém predstavuje v spoločnosti mechanizmus na transformáciu verejných úspor na také investície, ktoré umožňujú rozvoj hospodárstva, vznik nových pracovných príležitostí a zvyšovanie životnej úrovne. Zároveň vytvára jednotlivým ekonomickým subjektom priestor na zhodnotenie ich majetku, pričom zvyšuje jeho likviditu v tom zmysle, že kedykoľvek sa objaví potreba peňažnej hotovosti, je možné ju prostredníctvom finančného systému vyplatiť. Nezanedbateľná je aj určitá možnosť ochrany proti riziku.

[17]

Finančné trhy, ktoré operujú v rámci finančného systému, umožňujú premenu bežného príjmu na príjem budúci a transformáciu úspor do investícií tak, že ako príjmy, tak aj produkcia môžu rásť. [19]

Finančný systém môže byť založený na priamom alebo nepriamom financovaní. Priame financovanie využíva peňažný a kapitálový trh. Tok úspor a investícií sa uskutočňuje medzi veriteľom a dlžníkom priamo. Je vysoko pružné, efektívne, ale na druhej strane je tu pomerne vysoké riziko. Financovanie pomocou finančných sprostredkovateľov je nepriame financovanie. Existuje tu veľmi nízke riziko, pretože je tu fixný úrok, ktorého výška sa neviaže na hospodárske výsledky podnikov. Sprostredkovateľ tu zohráva rozhodujúcu úlohu pri financovaní podnikov.

Pri ekonomickom rozhodovaní jednotlivých subjektov plní kapitálový trh alokačnú a informačnú funkciu.

Alokačná funkcia spočíva v tom, že sa zdroje alokujú na základe toho, kde prinášajú najvyšší efekt pre investorov. Tí pri prijímaní svojich rozhodnutí musia mať dostupné informácie v rovnakom čase a za rovnakých podmienok. Pri tomto je potrebné splniť podmienku transparentnosti a podmienku likvidity kapitálového trhu. Transparentnosť sa zakladá na zrozumiteľnosti pravidiel, vzájomnej dôvere a rešpektovaní účastníkov trhu. Likvidita je daná ako rýchlo možno premeniť aktíva do formy peňazí.

Informačná funkcia závisí od toho, ako trhové ceny odrážajú dostupné informácie. Informácie môžu byť verejné i neverejné, všeobecne dostupné informácie a informácie z analýzy vývoja cien. Informačná efektívnosť trhov sa delí na tri stupne:

- slabá informačná efektívnosť trhu: trh absorboval zmeny minulých cien, tieto ceny zahŕňajú všetky minulé informácie,
- polosilná informačná efektívnosť trhu: ceny reagujú okamžite na všetky verejne dostupné minulé i súčasné informácie, informácie sú už dávno súčasťou cien,
- silná informačná efektívnosť trhu: ceny sú na svojej rovnovážnej úrovni a reagujú na všetky verejné i neverejné informácie.

1.4 Procesy prebiehajúce na kapitálovom trhu

S predvídaním budúceho výnosu ako aj s predvídaním psychológie kapitálového trhu prebiehajú určité procesy. Rozhodovanie, pri ktorom je hlavným kritériom očakávaná miera výnosu a súvisí so získaním trvalej majetkovej hodnoty môžeme nazvať ako proces podnikania, reálneho investovania. Ide tu o výnosy, ktoré nám bude prinášať vlastníctvo daného aktíva. Pri predvídaní psychológie trhu je dôležité, ako bude hodnota investície pod vplyvom kolektívnej psychológie ocenená trhom za určité obdobie. Ide tu o procesy špekulatívneho investovania. Treba tu rozlišovať arbitráž a špekuláciu.

Arbitráž znamená, že nakupujeme tam, kde je lacnejšie a predávame tam, kde je drahšie. Zisk dosiahneme tým, že využívame rozdiely medzi dvoma cenami, ktoré sú známe.

Špekulácia je uskutočnenie transakcie, pri ktorej nakupujeme v očakávaní, že sa cena bude zvyšovať, a tak budeme predávať za vyššiu cenu. Špekulanti sa snažia zarobiť na správnom odhade vývoja trhu. Ak sa domnievajú, že sú dané investície podhodnotené, tak kupujú. Ak sa však domnievajú, že sú investície nadhodnotené, predávajú.

1.5 Nástroje kapitálového trhu

Kapitálový trh nemôže fungovať bez sústavy nástrojov umožňujúcich rozmiestňovanie a prerozdelenie dočasne voľných peňažných prostriedkov na základe ponuky a dopytu. Súbor nástrojov nie sú nemenné. Tieto nástroje tvoria najvýznamnejšie segmenty tohto trhu a umožňujú jeho hladké fungovanie.

K nástrojom kapitálového trhu patria:

- dlhopisy,
- obligácie,
- akcie,
- hypotéky,
- komunálne cenné papiere.

1.5.1 Úverové cenné papiere

Úverové cenné papiere alebo dlhopisy sú predovšetkým obligácie a hypotekárne zástavné listy. Jedná sa o cenné papiere potvrdzujúce zapožičanie finančných prostriedkov investorom, ktorému ich držbou vzniká právo na navrátenie zapožičanej čiastky a na vopred stanovený úrok. Obecne tieto cenné papiere sú menej rizikové, čo sa však týka predovšetkým dlhopisov emitovaných štátom alebo väčšími obcami disponujúcimi rozsiahlym majetkom, alebo komerčnými bankami, spadajúcimi pod dohľad centrálnej banky. [18]

1.5.1.1 Dlhopisy

Dlhopisy sú cenné papiere, ktoré vyjadrujú dlžnícky záväzok emitenta voči každému vlastníkovi tohto dokumentu. Predstavujú dlhodobé úverové cenné papiere, ktorých splatnosť je spravidla pevne stanovená. Sú emitované s cieľom získať peňažné prostriedky na dlhšiu dobu a s istotou, že veriteľ neskôr od svojho rozhodnutia neustúpi. Podstata dlhopisov a ich náležitosti sú v Českej republike upravené zákonom č. 190/2004 Sb. o dlhopisoch. Tento zákon definuje dlhopisy ako „zastupiteľný cenný papier, s ktorým je spojené právo na splatenie dlžnej čiastky podľa a povinnosť emitenta toto právo uspokojiť“. [12]

Pojem dlhopis vyvoláva v ekonomickej literatúre značné problémy. Prejavuje sa veľká terminologická neujasnenosť, resp. stotožňovanie dlhopisov s obligáciami. [12]

V nemeckej ekonomickej terminológii sa obligácia chápe ako forma dlhopisu, naopak, v americkej ekonomickej literatúre sa stretávame s tým, že dlhopisy sú formou obligácií. [19]

Spravidla ľudia investujú viac do dlhopisov, ako do akcií. S dlhopismi je spojená pravidelná a vopred stanovená výplata výnosu, a emitent sľubuje, že menovitú hodnotu dlhopisu splatí v plnej výške a včas. Akcie sú viac riskantné ako dlhopisy, pretože sú vystavené vzostupom a pádom akciového trhu.

Dlhopisy môžu byť emitované na doručiteľa alebo na meno. Môže sa tu jednať o zaknihované cenné papiere, alebo listinné cenné papiere.

1.5.1.2 *Obligácie*

Podsátnou vlastnosťou obligácií je ich obchodovateľnosť na sekundárnom trhu. Na kapitálovom trhu sa s týmto cenným papierom stretávame najčastejšie.

Obligácie sú cenné papiere vyjadrujúce záväzok emitenta zaplatiť vlastníkovi tohto dokumentu určitý peňažný obnos. [15]

Obligácia je dlhodobý dlžný úpis, obvykle so splatnosťou aspoň 5 až 10 rokov, ale aj oveľa viac. [19]

1.5.1.3 *Členenie obligácií podľa emitenta*

Najčastejšie sa v ekonomickej literatúre stretávame s členením podľa subjektu – emitenta. Môžeme teda hovoriť o:

- štátnych obligáciách,
- komunálnych obligáciách,
- bankových obligáciách,
- podnikových obligáciách.

1.5.1.3.1 Štátne obligácie

Štátne obligácie sú bežným riešením zadĺženia štátu formou emisie cenných papierov, s rôznou lehotou splatnosti. Veriteľmi sú tu predovšetkým banky, ale býva aj nebanková verejnosť. Štátny dlh sa prenáša na investorov prostredníctvom emisie cenných papierov a stáva sa významným nástrojom fiškálnej a monetárnej politiky. Prostredníctvom objemu štátneho dlhu a využívaním rôznych nástrojov dokáže vláda ovplyvňovať úrokové sadzby v celom hospodárstve. Tieto cenné papiere slúžia ako ukazovateľ úrokových sadzieb strednodobých a dlhodobých finančných prostriedkov.

Z hľadiska rizikovosti sú štátne obligácie menej rizikové cenné papiere. Čím je lehota splatnosti tejto obligácie dlhšia, tým je trhové riziko väčšie. Z tohto dôvodu v súčasnosti dochádza vo svete k skracovaniu životnosti týchto cenných papierov. Najbežnejším typom sú štátne obligácie s 5-ročným časovým horizontom.

Štátne obligácie sú cenné papiere, ktoré môže investor kedykoľvek vymeniť za hotové peniaze. Ich úlohou je vo finančnom systéme predstavovať likviditu. Majú teda vyššiu likviditu ako súkromné cenné papiere, čo predstavuje pre investora dodatočný výnos.

1.5.1.3.2 Komunálne obligácie

Komunálne listy slúžia k financovaniu verejných investícií miest a obcí (poprípade spolkových zemí vo federatívne usporiadaných štátoch). Emitujú ich obvykle hypotekárne banky (prípadne banky verejnoprávneho charakteru, ako sú napr. zemské banky). Výnos emisie je daný k dispozícii príslušným obciam, mestám atď., alebo iným záujemcom o pôžičku ako úver, za ktorý ručia príslušné verejnoprávne inštitúcie. [15]

Tieto obligácie emitujú miestne správne jednotky. Komunálne obligácie sa emitujú buď ako sériové obligácie alebo termínové obligácie. Sériové obligácie majú jednotlivé série splatné vždy v určitom období. Termínované obligácie majú fixný termín splatnosti.

Kritériom na ich členenie sú zdroje splácania. Sú to:

Generálne obligácie: medzi investormi sa stretávajú s plnou dôverou. Môžu byť splácané s akýchkoľvek zdrojov. Stupeň rizika je bezprostredne spojený s príjmami a hodnotou majetku správnej jednotky.

Dôchodkové obligácie: sú splácané len určitými príjmami samosprávnych jednotiek, napr. poplatkov za kanalizáciu. Emitujú sa s cieľom financovania verejných služieb. Poznáme viacej druhov dôchodkových obligácií, ako sú obligácie na: leteckú dopravu, stredné a vysoké školy, výstavbu rodinných domov, výstavbu obytných domov, priemyselný rozvoj, kontrolu znečistenia, verejné zásobovanie elektrinou, zásobovanie vodou, výstavbu diaľnic, výstavbu športových komplexov.

1.5.1.3.3 Bankové obligácie

Sprostredkovateľ (banka) musí získať prostriedky od investorov, (najčastejšie sú to veľké spoločnosti, penzijné fondy, komerčné banky, ale i domácnosti), ktorým vlastníctvo dlhopisov zabezpečuje príjem v podobe úrokov a v čase splatnosti vyplatenie nominálnej hodnoty. Dlžník – žiadateľ o hypotekárny úver dáva do zálohu nehnuteľnosť, ktorá kryje hypotekárne záložné listy. Platí sprostredkovateľovi pravidelné splátky, ktorých súčasťou je splátka istiny, ale i úroky. [8]

Vo vzťahu k príjemcovi je banka veriteľom, ale vo vzťahu k investorom do dlhopisov je dlžníkom. Z predaja hypotekárnych listov sa môžu použiť výnosy len na refinancovanie hypotekárnych úverov. Hypotekárne záložné listy sú plne kryté nehnuteľnosťami. Z tohto dôvodu sú hypotekárne listy veľmi spoľahlivé.

Hypotekárne záložné listy sa môžu emitovať v listinnej podobe, alebo sú dematerializované ako údaje na účtoch Strediska cenných papierov. Vo väčšine prípadov sa používajú sú hypotekárne listy dematerializované.

Ak si chce vlastník nemovitosti zobrať pôžičku, ktorú je nutné podložiť hypotékou, požiada banku, ktorá je ochotná poskytnúť mu úver. Tento úver si banka zabezpečí zástavným právom. Majiteľom banka vyplatí povolený úver v zástavných listoch. Dlžník je povinný banke splácať úrok a anuitu. Banka ďalej z prijatých úrokov vypláca úroky majiteľom zástavných listov. Banka tu vystupuje ako emitent zástavného listu voči dlžníkovi. Voči majiteľovi zástavného listu figuruje ako dlžník.

Zástavné listy majú podobne ako obligácie plášť a kupónový hárok. Majú taktiež lehoty splatnosti a diferencované upisovacie podmienky. Na rozdiel od obligácií sú emitované priebežne podľa potreby.

Hypotekárne úverovanie je náročné na veľký objem finančných zdrojov a na dlhšiu dobu splatnosti.

1.5.1.3.4 Podnikové obligácie

Podnikové obligácie emitujú najmä súkromné spoločnosti ako alternatívu úveru.

Majú rozličné formy:

Podľa formy zabezpečenia ich delíme na:

Pevné zabezpečenie: dlhopisy sú kryté konkrétnym majetkom. Do termínu splatnosti môže emitent s týmto majetkom ľubovoľne disponovať. Ak je emitent v platobnej neschopnosti tento majetok je rozpredaný na vyplatenie dlhopisov.

Pohyblivé zabezpečenie: dlhopisy sú kryté celým majetkom. Aj pri tomto spôsobe môže emitent do termínu splatnosti ľubovoľne disponovať s týmto majetkom. V prípade platobnej neschopnosti je zablokovaný celý majetok.

Existujú tu ešte aj nezabezpečené dlhopisy . Tieto sú kryté povest'ou a imidžom firmy, a nie majetkom. Zaraďujú sa do kategórie druhotných cenných papierov.

Dlhopisy so zárukou: záruku dáva tretia strana.

Podľa účelu použitia emisie delíme podnikové obligácie na:

Dôchodkové obligácie: využívajú sa pri reorganizácii alebo ak sa emitenti nachádzajú vo finančnej tiesni. Z týchto obligácií sa úrok vypláca len vtedy, ak spoločnosť dosiahne dodatočný príjem. Ak sa úrok nevyplatí, tento sa kumuluje a je vyplatený skôr ako dividendy.

Certifikáty o správe zariadenia: vlastníkom majetku je správca. Je to istý druh leasingu. Majetok prechádza do vlastníctva spoločnosti až po uhradení všetkých splátok.

Obligácie na financovanie kontroly znečistenia: za výťažok z obligácií sa nakúpi zariadenie na kontrolu znečistenia ovzdušia, vodných tokov a dá sa do prenájmu určitým firmám.

1.5.1.3.5 Zamestnanecé obligácie

Zamestnanecké obligácie sú dlhopisy neprevoditeľné na iného, vydávané emitentom výlučne pre pracovníkov, ktorí sú u neho v pracovnom pomere a pre bývalých pracovníkov, zamestnancov, ktorých pracovný pomer bol ukončený ich odchodom do starobného alebo invalidného dôchodku. [9]

Emitent v prípade rozviazania pracovného pomeru je povinný od zamestnanca odkúpiť obligáciu. Ďalej emitent vypláca majiteľovi menovitú hodnotu a úrokový výnos.

1.5.2 Majetkové cenné papiere

Tieto cenné papiere predstavujú doklad o vlastníctve. Sú s nimi spojené spravidla nároky na podiely na zisku alebo výnosoch.

Majetkové cenné papiere sú v podstate tvrdením toho, že investor vložil svoje peňažné prostriedky do podnikania. Buď tak učinil tým, že nakúpil akcie určitej akciovej spoločnosti za účelom podieľať sa na jej podnikaní, alebo ich zveril investičnej spoločnosti, aby podnikala za neho, a to nákupom podielových listov niektorého z podielových fondov, ktoré je táto investičná spoločnosť správcom. [18]

Tieto cenné papiere nesú vyššie riziko a sú považované za cenné papiere špekulatívneho charakteru. V porovnaní s dlhopismi prinášajú svojim majiteľom vyšší, ale dosť premenlivý a neistý výnos.

1.5.2.1 Akcie

Akcia predstavuje podiel na kapitále akciovej spoločnosti. Slovo akcia pochádza z latinského „*actio*“, čo znamená jednanie, činnosť. [6]

Základný rozdiel medzi akcionárom a majiteľom pevne zúročiteľných cenných papierov spočíva v tom, že akcionár nie je veriteľom, ale spoluvlastníkom daného podniku. Osud jeho peňazí je bezprostredne spojený s osudom akciovej spoločnosti. Výška výnosu, ktorá pripadá na každého akcionára, závisí na hospodárskych výsledkoch akciovej spoločnosti. [15]

Akcie, najobecnejšie vzaté, sú akési diely koláča zvaného akciová spoločnosť. Jedna akciová spoločnosť je z pohľadu vlastníctva často rozdelená na tisíce a desaťtisíce dielov – akcií. Akcionári – vlastníci akcií – sú jednotlivci alebo inštitucionálni investori. Akcie kupujú preto, že očakávajú podiel na zisku spoločnosti – dividendu, alebo preto, že chcú ťažiť z rozdielu medzi cenou akcie v dobe nákupu a v dobe predaja, t.j. získať tzv. kapitálový výnos. [9]

Jednou z foriem podnikania v trhových ekonomikách sú akciové spoločnosti. Akciová spoločnosť získava kapitál pre svoju činnosť dvoma spôsobmi:

- z vlastného kapitálu, je to z vkladov akcionárov alebo rôznych druhov rezervných fondov,
- z cudzieho kapitálu, môže to byť emisiou vlastných obligácií alebo bankovými úvermi.

Emisiou akcií získavame vlastný kapitál, tiež nazývaný aj základný kapitál. Pri zakladaní akciovej spoločnosti, musí uviesť emitent výšku základného kapitálu. Tento kapitál je rozdelený na určitý počet akcií. Každá akcia má svoju nominálnu hodnotu. Podiel na základnom kapitále spoločnosti predstavuje akcia. Jej nominálna hodnota je presne stanovená a uvádza sa v peniazoch. Nominálna hodnota akcie má dôležitú úlohu aj vo vzťahu ku kurzu akcie, stanoveniu výšky dividendy a jednotlivým akcionárom.

Na rozdiel od obligácie stelesňujú akcie aj vlastnícky podiel na majetku spoločnosti. Ich držitelia majú určité práva. Zaraďujú sa do majetkových cenných papierov. Majú tiež neobmedzenú splatnosť, a existujú tak dlho, dokiaľ existuje akciová spoločnosť.

Akcie môžu byť:

V listinnej podobe: má zákonom predpísané náležitosti. Skladá sa z plášt'a a kupónového hárka s talónom. Plášť musí obsahovať názov spoločnosti, výšku základného kapitálu, počet akcií, nominálnu hodnotu jednej akcie, údaje o prevoditeľnosti akcie, miesto registrácie akciovej spoločnosti, podpisy členov predstavenstva, dátum emisie, v prípade akcií na meno i meno majiteľa. V plášti sa potvrdzuje aj vlastnícky vzťah k akciovej spoločnosti. Kupónový hárok obsahuje viac kupónov, na ktorých sa musia uviesť údaje týkajúce sa názvu akciovej spoločnosti, počtu akcií, poradové číslo kupónu, dátum inkasa dividendy a pod. Talón slúži ako legitimačný preukaz a tiež na vydávanie nového kupónového hárka. Kupónový hárok a talón slúžia na inkaso dividendy.

Zaknihované: zapisujú sa do počítača. Akcionár ako potvrdenie vlastníctva dostáva výpisy zo strediska cenných papierov.

Akcie reprezentujú majetkové cenné papiere, na základe ktorých má ich držiteľ určité práva. Tieto práva môžeme zhrnúť do nasledujúcich bodov:

- právo účasti a hlasovania na valnom zhromaždení,
- právo na predloženie ročnej uzávierky na valnom zhromaždení,
- informačné právo – akcionár môže požadovať určité informácie od predstavenstva,
- nárok na dividendu, ktorú vrátane jej výšky musí odhlasovať tiež valné zhromaždenie,
- predkupné právo pri emisii nových akcií a konvertibilných dlhopisov,
- právo podieľať sa na likvidačnom zostatku pri likvidácii spoločnosti. [8]

1.5.2.2 Druhy akcií

Akcie sú členené podľa rôznych kritérií.

Podľa prevoditeľnosti poznáme:

Akcie na meno: znejú na konkrétne meno. Akciová spoločnosť je povinná viesť zoznam akcionárov. Pri zmene vlastníka akcie sa vyžaduje zápis o zmene vlastníka v tomto zozname. Tieto akcie nie sú anonymné. Formou rubopisu sa uskutočňuje prevoditeľnosť akcií. Rubopis býva zo strany spoločnosti obmedzený. S akciami na meno sa ťažšie obchoduje vzhľadom na ich obmedzenú prevoditeľnosť.

Akcie na majiteľa: majú anonymný charakter. Ich jednoduchý prevod spočíva v odovzdaní všetkých práv vyplývajúcich z vlastníctva akcií inému majiteľovi. S týmito akciami sa obchoduje ľahko.

Z ďalšieho hľadiska delíme akcie na:

Kmeňové akcie: na valnom zhromaždení má právo zúčastniť sa každý akcionár. Podľa veľkosti zastúpeného kapitálu sa určí pomer hlasovacích práv. Ak ide spoločnosť do likvidácie, majitelia týchto akcií majú nárok na likvidačný zostatok.

Prioritné akcie: majú viac výhod ako kmeňové akcie. Veľkosť emisie týchto akcií je obmedzená. Na vyplácanie dividend majú prioritné akcie prednostný nárok. Ak má spoločnosť nízky zisk a majitelia kmeňových akcií nedostanú žiadnu dividendu, majitelia prioritných akcií majú dividendy zaručené.

Dividenda sa môže rozdeľovať na kmeňové akcie metódou:

Rovnomerného rozdelenia: po uspokojení prioritných akcionárov sa na kmeňové akcie rozdelí dividenda rovnakou veľkosťou. Zostávajúci zisk sa rozdelí rovnakou mierou medzi prioritné aj kmeňové akcie.

Nerovnomerného rozdelenia: ak zisk nepokryje dividendy pre prioritných aj kmeňových akcionárov, najskôr sa uspokojia prioritní akcionári a zvyšok sa rozdelí medzi kmeňových akcionárov.

Ďalším druhom akcií sú zamestnanecké akcie. Sú to akcie na meno. Sú vydávané akciovou spoločnosťou pre ich zamestnancov. Zamestnanci tieto akcie dostávajú často za výhodnejšiu cenu, niekedy ich dostanú aj bez úhrady. Zamestnanecké akcie majú

obmedzenú prevoditeľnosť. Sú prevoditeľné len medzi zamestnancami akciovej spoločnosti, poprípade medzi bývalými zamestnancami, ktorý odišli do dôchodku. Majitelia zamestnaneckých akcií majú rovnaké práva ako ostatní akcionári. Výhodami zamestnaneckých akcií je, že si je pracovník vedomý spoluvlastníctva firmy. Zamestnanec a zamestnávateľ majú rovnaké záujmy so zámermi akciovej spoločnosti. Zamestnanci si môžu uložiť akcie do špeciálneho fondu, ktorý im slúži na vyplácanie dôchodkových dávok. Obmedzuje sa tu fluktuácia pracovníkov. Nevýhody týchto akcií spočívajú v riziku, ktoré nesú aj zamestnanci. Zamestnanci uplatňujú pri plánovaní radšej krátkodobý horizont. V rámci kolektívneho rozhodovania sa riadenie spoločnosti stáva ťažkopádnejším. Čím väčší je podiel zamestnaneckých akcií, tým je menšia pravdepodobnosť, že zostávajúce akcie budú verejne obchodovateľné.

1.5.3 Deriváty kapitálového trhu

Súčasnú finančnú deriváty, ktoré sú komplexnejšie, náročnejšie a presnejšie, vznikli hlavne z dôvodov inflačných tlakov a zmien tempa inflácie pri zvýšenej nestabilite devízových kurzov, úrokových sadzieb na začiatku 70. rokov. Rozpadom bretton-woodského systému pevných menových kurzov došlo k väčšej volatilitě devízových kurzov, čo urýchlilo a prinieslo inovácie finančných nástrojov kapitálových trhov, a to v podobe derivátov. V súčasnosti smeruje rozvoj termínovaných obchodov nielen do šírky, ale i do hĺbky. Čoraz viac termínových kontraktov sa viaže na cenné papiere.

Finančné deriváty majú určité ciele. Prvým cieľom je obchodovanie za účelom špekulatívneho zisku. Investori sa snažia profitovať z priaznivých trhových pohybov inými slovami majú záujem o trading. Druhým cieľom je eliminácia rizika. Eliminácia rizika slúži ako ochrana proti stratám v dôsledku prudkých výkyvov na trhu. Investori sa tu snažia o hedging, čo je prenesenie rizika nepredvídateľných zmien z jedného investora na druhého.

Deriváty finančného trhu delíme na pevné termínované kontrakty, sú to forwardy, futures, swapy a na opčné termínované kontrakty, do ktorých patria opcie.

1.5.3.1 Forwardy

Jedná sa o mimoburzoné zmluvné termínové kontrakty uzatvárané väčšinou medzi dvoma účastníkmi obchodu spravidla prostredníctvom komerčnej banky alebo inej finančnej inštitúcie, alebo, pokiaľ sa jedná o finančné inštitúcie, priamo medzi sebou. [18]

Forwardy sú individuálne zjednané termínové obchody na budúci nákup alebo predaj, prevádzané na mimoburzových trhoch.

1.5.3.2 Futures

Sú to dohody medzi dvoma stranami, ktoré im dávajú právo a povinnosť kúpiť alebo predáť k stanovenému budúcemu termínu množstvo určitého finančného aktíva za vopred dohodnutú cenu. Ide tu o štandardizované burzové kontrakty obchodované na termínových burzách.

1.5.3.3 Swapy

Swapy alebo mimoburzové kontrakty s rozdielmi sú syntetické cenné papiere, zahrňujúce kombinácie dvoch alebo viac základných blokov. [4]

Jedná sa o kontrakt o budúcej zmene úrokových platieb vzťahujúcich sa k rovnakej kapitálovej čiastke, ale definované odlišným spôsobom.

Delia sa na:

- úrokové swapy, predstavujú zmluvu o výmene úrokových platieb medzi zmluvnými stranami,
- menové swapy, je to zmluva o periodickej výmene úrokových platieb a istín denominovaných v rôznych menách,
- aktívne swapy, zmluvy o aktívnej výmene peňažných tokov.

1.5.3.4 Opcie

Predstavujú zmluvu medzi kupujúcim opcie a predávajúcim opcie, ktorá oprávňuje kupujúceho opcie kúpiť popřípade predáť podkladové aktívum za vopred stanovenú realizačnú cenu v deň splatnosti alebo kedykoľvek behom stanovenej doby. Kupujúci opcie musí zaplatiť predávajúcemu opcie za získané právo opčnú prémii. Predávajúci opcie má však povinnosť predáť popřípade kúpiť dané podkladové aktívum, ak kupujúci opcie svoje právo uplatní. [12]

Vzhľadom na to, že tieto spomínané nástroje sú dnes už súčasťou samostatného finančného trhu, trhu derivátov, nebudem sa vo svojej diplomovej práci venovať bližšej charakteristike jednotlivých nástrojov tohto trhu.

1.5.4 Organizátori trhu

Organizátori kapitálového trhu sa v jednotlivých krajinách líšia jednak v závislosti od historického vývoja trhu v danej krajine, od rozvinutosti trhu, objemov obchodov prebiehajúcich na trhu, veľkosti kapitálového trhu, ako aj od tradícií, spôsobu obchodovania, či samotnej organizovanosti kapitálového trhu.

Na českom trhu pôsobia ako organizátori trhu Burza cenných papierov, RM-Systém a Stredisko cenných papierov.

1.5.4.1 Burza cenných papierov

Samoregulujúca sa organizácia s vlastnými pravidlami pre registráciu obchodovania. Obchoduje sa tu so štátnymi dlhopismi, bankovými a podnikovými obligáciami, kótovanými aj nekótovanými cennými papiermi.

Burza cenných papierov je právnická osoba, oprávnená organizovať na určenom mieste a v stanovenú dobu prostredníctvom oprávnených osôb dopyt a ponuku registrovaných cenných papierov, investičných inštrumentov, popr. iných inštrumentov kapitálového trhu, a poskytovať služby spočívajúce v poskytovaní informácií v rozsahu povolení, ktoré obdržala od Komisie pre cenné papiere. [18]

1.5.4.2 RM-Systém

Je to automatizovaný elektronický obchodný systém. Obchoduje sa tu s cennými papiermi, ktoré sa nedostanú na burzu cenných papierov. Obchodovať tu môže každý, kto sa na trhu RM-Systému zaregistruje. Najviac sa tu obchoduje s verejne obchodovateľnými akciami.

RM-Systém vykonáva takú istú činnosť ako burza cenných papierov. Predmetom jeho činnosti je organizovanie trhu s cennými papiermi. S cennými papiermi RM-Systém neobchoduje, len ponúka služby kupujúcim a predávajúcim. Od kupujúcich prijíma pokyny

ku kúpe a od predávajúcich pokyny k predaju. Tieto pokyny overuje, či pre pokyn kúpi existuje objemovo aj cenovo odpovedajúci pokyn predaja.

1.5.4.3 Stredisko cenných papierov

Plní funkciu národnej číslovacej agentúry. Pôsobí ako centrálny depozitár všetkých zaknihovaných cenných papierov. Eviduje všetky zmeny na účtoch majiteľov cenných papierov.

Priamy vstup do strediska cenných papierov majú organizátori trhu s cennými papiermi, obchodníci, emitenti a majitelia cenných papierov. So strediskom cenných papierov sa môže komunikovať online, toto spojenie využívajú väčší obchodníci. Ďalej je možné využiť poštovú korešpondenciu alebo osobný styk

1.6 Burzové indexy

Predstavujú indikátory vývoja kurzových cenných papierov. Kurz akcie je aktuálna cena akcií obchodovaných na burze – cena, za ktorú si v určitom okamihu môžeme kúpiť na burze akciu. Trhová cena, je výsledkom vzťahu medzi ponukou a dopytom po danej akcii v danom okamihu. Môžeme si to predstaviť nasledovne: ak idú obchody určitého podniku dobre, alebo ak stojí pred zavedním veľmi sľubného produktu na trh, veľký počet investorov sa pokúsi profitovať na výsledkoch uvedeného obchodu a dopyt po akciách tohto podniku stúpne. Ak je akcia veľmi žiadaná, budú potenciónálni kupci ochotní zaplatiť za ňu aj vyššiu cenu. Dôsledkom vysokého dopytu a obmedzenej ponuky bude kurz rásť. Samozrejme takto to funguje aj naopak.

Kurzová cena nám určuje aktuálnu hodnotu cenného papiera. Ak vynásobíme kurz akcie počtom celkovo vydaných akcií, tak zistíme na koľko si trh cení celý podnik – trhovú kapitalizáciu podniku. Podnik sa snaží, aby jeho trhovú kapitalizácia bola vyššia než nominálna hodnota a mala rastúci trend - vtedy je pre investorov zaujímavý.

V prípade akciových indexov vyjadrujú agregátny ukazovateľ, ktorý odráža súčasný stav a vývoj akciových kurzov na burze.

Investori majú tendenciu z vývoja indexu vyvodzovať svoje závery o budúcom vývoji akciového trhu a následne si s toho odvodiť individuálne šance svojho vkladu. Pri rozhodovaní sa hojne používajú metódy porovnávania s vývojom v minulosti – ak napríklad

akcia nejakého podniku nesledovala vývoj indexu alebo dokonca sa vyvíjala opačným smerom, tak sa hľadajú príčiny a investor stojí pred otázkou, či daná akcia ešte len začne kopírovať smerovanie indexu alebo bude naďalej pokračovať opačným smerom. Zodpovedať správne na tieto otázky sa snažia nielen investori, ale aj profesionálni burzovní analytici.

Na burzových trhoch sa využívajú tri metódy konštrukcie burzových indexov:

- cenovo vážený priemer,
- hodnotovo vážený index,
- rovnako vážený index.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

2 KAPITÁLOVÝ TRH V ČESKEJ REPUBLIKE

Aj cez veľmi krátku novodobú históriu má české burzovníctvo bohatú tradíciu. Jeho základy boli položené už v polovici 19. storočia. Pôvodne sa obchodovalo s obilím a poľnohospodárskymi výrobkami na týždenných trhoch, najskôr na Koňskom trhu a od roku 1882 na Senovážnom námestí. K prvému organizovanému obchodu s tovarom došlo v Prahe v roku 1861 založením tzv. Produktenhalle. Za účasti Obchodnej komory bola v tom istom roku pri tejto spoločnosti založená burza peňažná, na tovar a plodiny. Vzhľadom k nízkemu počtu účastníkov však bola už po roku uzatvorená. Až pokusy z roku 1871 mali trvalý úspech. Podnetom sa stalo prehlásenie významných osobností pražského hospodárskeho sveta v čele s veľkoobchodníkom s cukrom Aloisom Olivom. Na základe tohto prehlásenia boli zaistené finančné prostriedky na založenie a prevádzku burzy. Na pražskej burze sa pôvodne obchodovalo ako s cennými papiermi, tak so všetkými druhmi tovaru, vrátane obilia a ostatných poľnohospodárskych plodín. Po prvej svetovej vojne však obchod s tovarom na pražskej burze ustúpil celkom do pozadia a obchodovalo sa v podstate len s cennými papiermi. V medzivojnovom období zaznamenala burza búrlivý rozmach, ktorý bol násilne prerušený druhou svetovou vojnou. Po nej sa brány burzy neotvorili. Česká burzová tradícia našla svoje pokračovanie až v 90. rokoch, kedy v máji 1991 vznikol Prípravný výbor pre založenie Burzy cenných papierov. Nová spoločnosť, ktorú tvorilo osem bankových domov, sa 24. augusta 1992 transformovala na združenie. Na základe prijatia zákona o burze sa toto združenie neskôr premenilo na obchodnú spoločnosť Burza cenných papierov Praha, a.s., ktorá bola 24. novembra 1992 zapísaná do obchodného registra. [44]

Pri pohľade na doterajší vývoj českého kapitálového trhu je možné skonštatovať, že skutočné obchodovanie s cennými papiermi sa datuje od júna 1993, kedy sa začalo prvý krát verejne obchodovať akcie z prvej vlny kupónovej privatizácie, pričom práve rozhodnutia učené v rámci jej prípravy sa stali rozhodujúce ako pre súčasnú podobu českého kapitálového trhu, tak pre jeho súčasnú funkciu a možné smery jeho ďalšieho vývoja. [18]

V procese obnovy českého kapitálového trhu mala rozhodujúcu úlohu kupónová privatizácia. Najskôr bolo potrebné doplniť chýbajúce nástroje kapitálového trhu. Problém pri tejto privatizácii bol, aká bude podoba novo emitovaných akcií. Prijalo sa rozhodnutie, že budú vydané v zaknihovanej podobe. Ďalší problém súvisel s privatizáciou štátnych

podnikov a ich transformáciou na akciové spoločnosti. Vydali sa emisie nových akcií bývalých štátnych podnikov. Toto rozhodlo zásadným spôsobom o budúcej podobe českého kapitálového trhu. Táto forma emisií akcií pretrváva aj dnes.

Český kapitálový trh tvoria dlhodobé obchodovateľné finančné nástroje, finančné inštitúcie a ostatní účastníci trhu.

Medzi nástroje kapitálového trhu v Českej republike patria hlavne cenné papiere. Do cenných papierov môžeme zaradiť akcie, podielové listy, dlhopisy, listinné kupóny, opčné listy a iné listiny, ktoré sú za cenné papiere prehlásené právnymi predpismi.

2.1 Primárny kapitálový trh v Českej republike

Námet na uskutočnenie rýchlej celospoločenskej zmeny vlastníckych vzťahov v centrálne riadenej ekonomike s nedostatočnou akumuláciou domáceho finančného kapitálu prostredníctvom bezplatnej distribúcie akcií štátom vlastnených spoločností obyvateľstvu bola realizovaná federálnou vládou vtedajšieho Československa, prostredníctvom vydania investičných kupónov v roku 1991. Kupónová privatizácia sa stala kľúčovým prvkom českej economickej transformácie.

Kupónová privatizácia bola vlastne transformácia vlastníctva prostredníctvom investičných kupónov. Kupónová privatizácia mala do transformačného procesu zapojiť občanov v širokom meradle, a preto mala byť organizovaná tak, aby bola pre občanov jednoduchá a dostatočne zrozumiteľná. Celý proces kupónovej privatizácie bol z vecného hľadiska rozdelený do samostatných častí, tzv. vln. Pre každú vlnu bol vopred určený majetok, ktorý bol v jej rámci privatizovaný a emitovaný investičnými kupónmi, na ktoré bol tento majetok v špeciálnej aukcii, kupónovej privatizácie, predávaný. V Českej republike v rokoch 1991-1995 prebehli dve vlny kupónovej privatizácie. Každá z týchto vln prebehla v iných podmienkach. Prvá vlna prebehla za existencie ČSFR ako jednotný proces. Druhá vlna už prebehla za existencie Českej republiky.

V samotnej kupónovej privatizácii bolo predaných len 1 800 podnikov, zatiaľ čo štandardnými metódami bolo privatizovaných okolo 14 000 podnikov. Z celkového majetku v účtovnej hodnote 780 miliárd korún, ktorý bol v ČR privatizovaný, bolo len 333 miliárd privatizované kupónovo. Význam kupónovej privatizácie bol však v niečom inom. Bola katalyzátorom celej privatizácie a zásadne ju urýchlila. Kupónová privatizácia prebehla

v dvoch vlnách, v roku 1992 a 1994, do ktorých bola zaradená veľká väčšina podnikov, z ktorých len niektoré boli privatizované výhradne kupónovou metódou. Väčšina podnikov zaradených do týchto vln bola privatizovaná zmiešaným spôsobom, tj. časť akcií na kupóny a zbytok štandardnými metódami. Samé zaradenie podniku do privatizačnej vlny stávalo účastníkov privatizácie pod časový tlak. Zájemcovia museli včas podať privatizačné projekty a štátny úradníci o nich museli včas rozhodnúť. Akékoľvek oneskorenie by znemožnilo účasť podniku v danej privatizačnej vlne. Vďaka tomu bola česká privatizácia veľmi rýchla. Na rozdiel od Poľska a Maďarska v roku 1990 neexistovalo v ČR žiadne súkromné vlastníctvo. V roku 1995 bol v ČR podiel súkromného vlastníctva podstatne vyšší než v týchto krajinách. [30]

Kupónová privatizácia výrazne napomohla vzniku kapitálového trhu, umožnila vznik RM-Systemu, špecifickým systémom obchodovania s cennými papiermi, ktorý je prístupný každému akcionárovi.

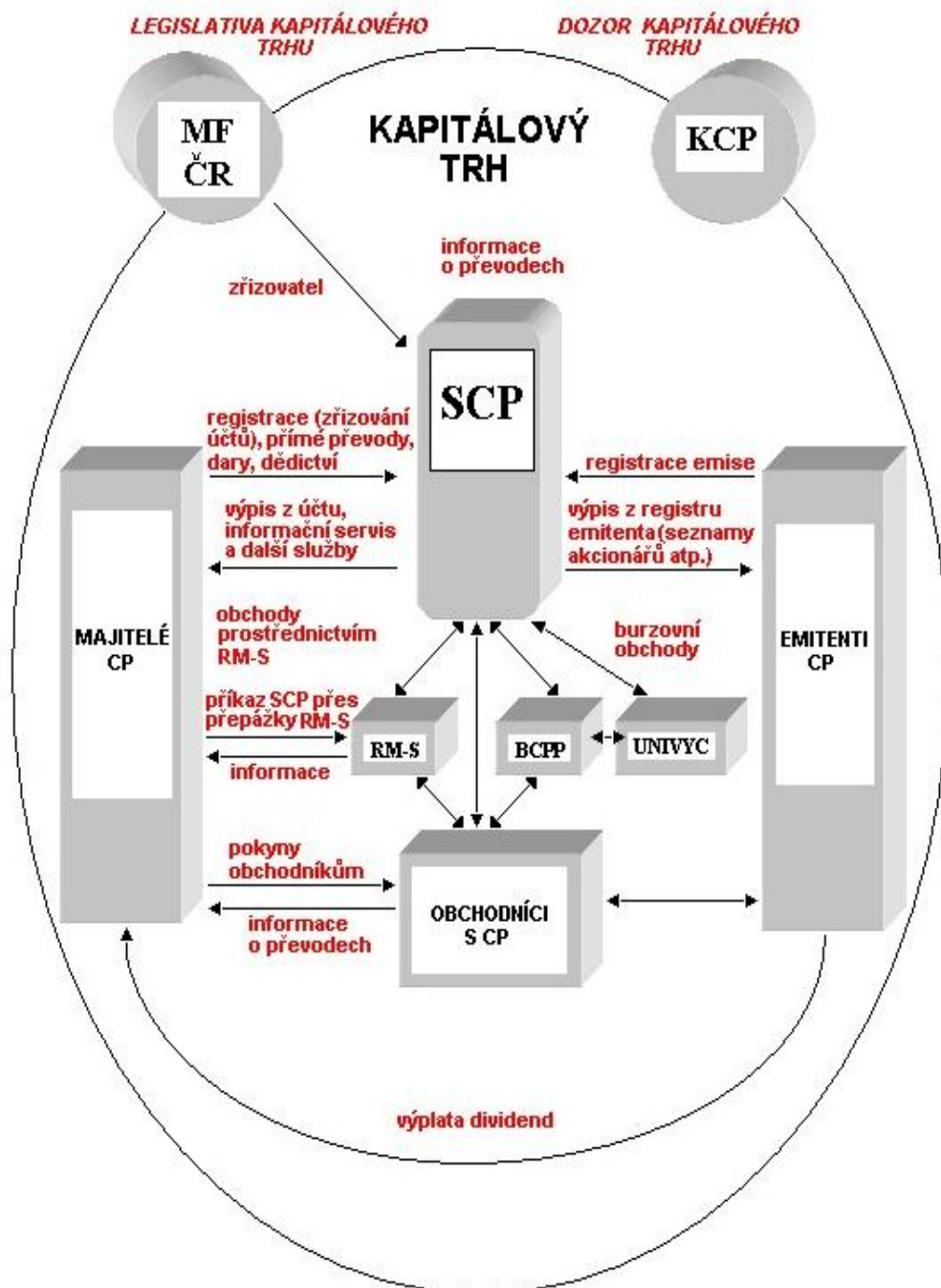
Legislatívne je kupónová privatizácia zakotvená v zákone o podmienkach prevodu majetku štátu na iné osoby č. 92/1991 Sb., ktorý bol pre druhú vlnu novelizovaný zákonom č. 210/1993 Sb.

2.2 Organizátori kapitálového trhu v Českej republike

Na českom trhu pôsobia tieto organizátori:

- Burza cenných papierov v Prahe,
- Stredisko cenných papierov,
- RM-System.

Postavenie jednotlivých inštitúcií názorne ukazujem na nasledujúcom obrázku:



Obr. 2. Organizační struktura českého kapitálového trhu [42]

2.2.1 Burza cenných papíerov v Prahe

Jedná sa o právnickú osobu, ktorá organizuje ponuku a dopyt registrovaných cenných papíerov, investičných nástrojov, ktoré nie sú cennými papírmi, poprípade iných finančných nástrojov kapitálového trhu. Oficiálne zahájila obchody 6. apríla 1993.

Burza cenných papíerov je založená na členskom princípe. Najvyšším orgánom burzy je valná hromada, štatutárnym orgánom je burzová komora. Dozorná rada dozerá na činnosť burzovej komory. Burzová komora zriaďuje burzové výbory. Ďalšou kompetenciou burzovej komory je menovanie a odvolávanie generálneho riaditeľa, ktorý riadi prevádzku burzy. Všetky aktivity burzy podliehajú dohľadu Komisii pre cenné papíere. Burza ponúka svojim klientom obchodný systém SPAD, ktorý je určený pre veľkých a stredných investorov a obchodné moduly Aukce a Kontinuál určené pre drobných investorov. Vysporiadanie burzových obchodov zabezpečuje Spoločnosť UNIVYC, a.s. a jej jediným akcionárom je burza.

Oprávnený k uzatváraniu obchodov sú na burze len členovia burzy a zo zákona o podnikaní na kapitálovom trhu tiež Česká národná banka, Česká republika, ktorá jedná prostredníctvom Ministerstva financií a Česká konsolidačná agentúra. Členom burzy môže byť len obchodník s cennými papírmi alebo zahraničná osoba s povolením k poskytovaniu investičných služieb, ktorá spĺňa podmienky stanovené Burzovými pravidlami.

Členmi Burzy cenných papíerov Praha, a.s. sú:

- ABN AMRO Bank N.V., pobočka Praha,
- ATLANTIK finanční trhy, a.s.,
- BAWAG Bank CZ a.s.,
- BH Securities a.s.,
- BODY INTERNATIONAL BROKERS a.s.,
- CAPITAL PARTNERS a.s.,
- CYRRUS, a.s.,
- Česká spořitelna, a.s.,
- Českomoravská záruční a rozvojová banka, a.s.,

- Československá obchodní banka, a. s.,
- DEUTSCHE BANK AG Filiale Prag, org. složka,
- Fio, burzovní společnost, a.s.,
- Global Brokers, a.s.,
- HVB Bank Czech Republic a.s.,
- ING Bank N.V.,
- J&T BANKA, a.s.,
- Komerční banka, a.s.,
- Patria Finance, a.s.,
- PPF banka a.s.,
- Raiffeisenbank a.s.,
- WOOD & Company Financial Services, a.s.,
- Živnostenská banka, a. s..

Ďalšími osobami oprávněnými uzatvárat' burzové obchody sú:

- Česká konsolidační agentura,
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA,
- Ministerstvo financí ČR.

Cenné papiere sú na burzu prijaté na základe žiadosti. Túto žiadosť predkladá sám emitent alebo iný poverený člen burzy.

Na burze cenných papierov môžu byť obchodované tuzemské aj zahraničné cenné papiere, ktoré splňujú podmienky zákona o podnikaní na kapitálovom trhu a podmienok príslušných burzových pravidiel. Sú kótované v troch segmentoch oficiálneho trhu, tj. na voľnom, vedľajšom a hlavnom trhu.

Oficiálny trh je určený pre cenné papiere, ktorých emitenti majú záujem, aby boli kótované, ale pritom nie sú ochotní plniť nadštandardné informačné povinnosti. Nekladú sa

tu na emisie a ich emitentov vyššie nároky, ako je určené platnými zákonmi týkajúcimi sa kapitálového trhu.

Na hlavnom trhu sú umiestnené najlikvidnejšie cenné papiere, s ktorými sa obchoduje na burze.

Na vedľajšom trhu sa obchoduje s emisiami spoločností, ktoré poskytujú o svojom hospodárení aj o ostatných skutočnostiach, ktoré majú vplyv na kurz, čo najviac informácií. Nie sú tu však kladené také nároky na kritériá emisie ako na hlavnom trhu.

V roku 2005 zverejňovala Burza cenných papierov Praha, a.s. hodnoty troch prierezových indexov PX 50, PX-D a PX-GLOB. Indexy majú úlohu indikátorov trhu, ktoré koncentrujú pohyby cien viacerých akcií do jediného čísla.

Index PX 50 je najvýznamnejším, najsledovanejším a najdlhšie kalkulovaným indexom na pražskej burze. Bol zavedený 5. apríla 1994 a jeho hodnota bola vtedy 1000 bodov. Absolútne maximum dosiahol tento index 4. októbra 2005 a jeho hodnota bola 1478,3 bodu. Od 4. januára 1999 prebieha priebežný výpočet indexu na základe priebežných cien emisií zaradených v systéme SPAD v dobe otvorenej fázy obchodovania od 9:30 do 16:00 hodiny. Vývoj indexu PX 50 od jeho uvedenia až po jeho súčasnosť môžeme vidieť v nasledovnom grafe.



Obr. 3. Graf vývoja indexu PX 50 [26]

Index PX-D sa zaviedol 16. decembra 1998 popisuje cenový vývoj najlikvidnejších burzových emisií. Jeho východzia hodnota bola 1000 bodov. Maximum dosiahol tento index 29. decembra 2005 a jeho hodnota bola 3741,6 bodu. Jeho výpočet prebieha priebežne v dobe otvorenej fázy obchodovania segmentu SPAD od 9:30 do 16:00 hodiny.

V apríli roku 1995 zaviedla burza globálny index PX-GLOBAL. Jeho východzia hodnota bola 1000 bodov a východzí dátum je 30. október 1994. obsahuje všetky emisie akcií vrátane investičných fondov a podielových listov registrovaných na burze, u ktorých bol najneskôr v predchádzajúcej „seanse„ stanovený záverečný kurz. Vývoj indexu PX-GLOBAL od jeho uvedenia až po jeho súčasnosť môžeme vidieť v nasledovnom grafe.



Obr. 4. Graf vývoja indexu PX-GLOBAL [27]

Burza cenných papierov Praha, a.s. je elektronická burza. Obchodovanie je založené na automatizovanom spracovaní objednávok a inštrukcií členských firiem k nákupu a predaji cenných papierov.

Objemy obchodov na Burze cenných papierov Praha, a.s. v roku 2005 sú uvedené v nasledujúcej tabuľke:

Tab. 2. Objemy obchodov na Burze cenných papierov Praha, a.s. [34]

		Dlhopisy [mil. Kč]	Akcie [mil. Kč]	Podielové listy [mil. Kč]	Celkom [mil. Kč]
Hlavný trh	OS	3,750	366 216,594	0,000	366 220,344
	OC	484 194,040	638 391,168	0,000	1 122 585,208
	Σ	484 197,789	1 004 607,762	0,000	1 488 805,552
Vedľajší trh	OS	0,000	324,270	0,000	324,270
	OC	14 832,997	590,900	0,000	15 423,898
	Σ	14 832,997	915,170	0,000	15 748,167
Voľný trh	OS	48,872	15 306,990	0,000	15 355,862
	OC	34 161,329	20 342,936	0,000	54 504,265
	Σ	34 210,201	35 649,925	0,000	69 860,127
Σ OS		52,622	381 847,854	0,000	381 900,475
Σ OC		533 188,366	659 325,004	0,000	1 192 513,370
Σ [mil. Kč]		533 240,988	1 041 172,858	0,000	1 574 413,846

OS = obchody obchodného systému burzy

OC = ostatné obchody členov burzy

2.2.2 Stredisko cenných papierov

Bolo zriadené Ministerstvom financií v roku 1993 zákonom č. 591/1992 Sb. o cenných papieroch ako inštitúcia na podporu kapitálového trhu. Je právnickou osobou, ktorá eviduje všetky operácie týkajúce sa zaknihovaných a imobilizovaných cenných papierov. Vedie ich v dvoch systémoch evidencie. Jedna evidencia je vedená na účtoch majiteľov cenných papierov a druhá v registroch emitentov. Ďalšou jeho úlohou je robiť informačný servis pre účastníkov trhu.

Každá zmena majiteľa zaknihovaného cenného papieru musí byť registrovaná v evidencii strediska cenných papierov.. Údaje vedené v tejto evidencii nemajú verejný charakter, a preto sú utajené.

Stredisko cenných papierov spolupracuje s rôznymi inštitúciami, firmami a spoločnosťami. Sú to najmä:

- Ministerstvo financií,
- Komisia pre cenné papiere,
- Súdny,
- Orgány činné v trestnom konaní,
- Finančné úrady,
- Česká národná banka,
- Fond národného majetku.

Subjekty, ktoré účastníkom kapitálového trhu poskytujú služby, tj. s organizátormi verejných trhov: Burzou cenných papierov Praha, RM–Systémom a tiež s obchodníkmi s cennými papiermi a s investičnými spoločnosťami a fondmi.

Stredisko cenných papierov systematicky rozvíja aj svoje zahraničné kontakty a väzby orientované predovšetkým na centrálny depozitár iných krajín. Je jedným zo zakladajúcich členov Asociácie centrálnych depozitárov strednej a východnej Európy (CEECSDA). Veľmi dôležitou úlohou je vytvorenie obecného, všetkým účastníkom prístupného mechanizmu zabezpečujúceho dodávku cenných papierov proti platbe. Vhodné riešenie vidí Stredisko cenných papierov vo vytvorení národného clearingového centra.

V stredisku cenných papierov boli realizované za rok 2005 tieto prevody:

Tab. 3. Prevody akcií a dlhopisov v stredisku cenných papierov za rok 2005 [37]

A. Počet prevodov				
Druh cenného papiera	Prevod realizovaný prostredníctvom			
	BCPP	UNIVYC	RM-S	Ostatní
Akcie	321 687	29 067	74 676	14 395
Dlhopisy	8 973	4 037	82	236
Celkom	330 660	33 104	74 758	14 631

Tab. 4. Počet prevedených akcií a dlhopisov v stredisku cenných papierov za rok 2005 [37]

B. Počet prevedených cenných papierov v mil. Kč.				
Druh cenného papiera	Prevod realizovaný prostredníctvom			
	BCPP	UNIVYC	RM-S	Ostatní
Akcie	1 277	1 136	11	28
Dlhopisy	47	42	0	0
Celkom	1 324	1 178	11	28

Tab. 5. Nominálny objem prevedených akcií a dlhopisov v stredisku cenných papierov [37]

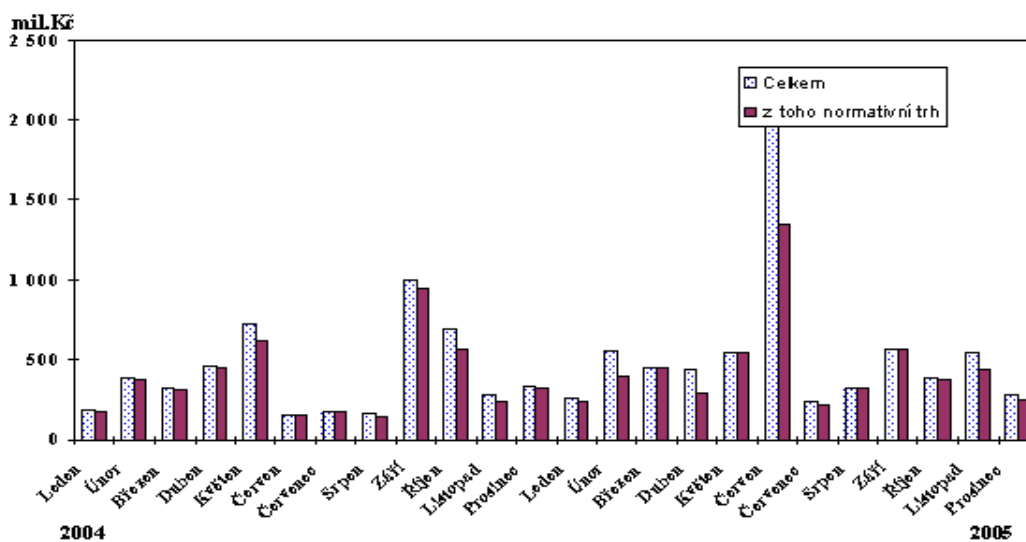
C. Nominálny objem prevedených cenných papierov v mil. Kč				
Druh cenného papiera	Prevod realizovaný prostredníctvom			
	BCPP	UNIVYC	RM-S	Ostatní
Akcie	150 324,0	132 959,4	3 588,9	7 178,2
Dlhopisy	485 735,7	424 348,3	1 152,8	10 233,7
Celkom	636 059,7	557 307,7	4 741,7	17 411,9

2.2.3 RM – Systém, a.s.

Působí ako organizátor na mimoburzovom trhu od roku 1993. Prístup na trh RM – Systému nie je nijako obmedzený. Jeho pôsobenie je schválené komisiou pre cenné papiere. Zákazníkom na RM – Systéme môže byť akákoľvek fyzická alebo právnická osoba bez ohľadu na to, či je občanom Českej republiky alebo nie.

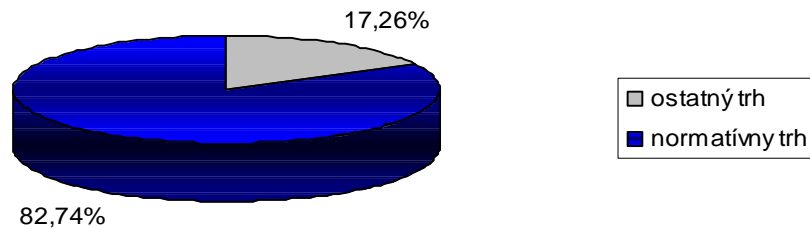
Jedná sa o plne elektronický trh s cennými papiermi. Komunikácia so zákazníkmi prebieha prostredníctvom bezpečného komunikačného protokolu, ktorý je elektronicky šifrovaný. Snaží sa poskytnúť svojim zákazníkom maximálne množstvo informácií, ktoré uľahčujú ich rozhodovanie. Napomáha sprehľadniť český kapitálový trh.

RM – Systém je rozdelený na normatívny a ostatný trh. V normatívnom trhu sú zaradené obchody, ktoré spĺňajú kritérium normatívnosti. Kúpna cena obchodu sa musí pohybovať v cenovom pásme stanovenom na deň. V ostatnom trhu ide o obchody, ktoré nespĺňajú toto kritérium. Ako príklad si môžeme uviesť štruktúru celkových mesačných obchodov RM – Systému v rokoch 2004 a 2005:



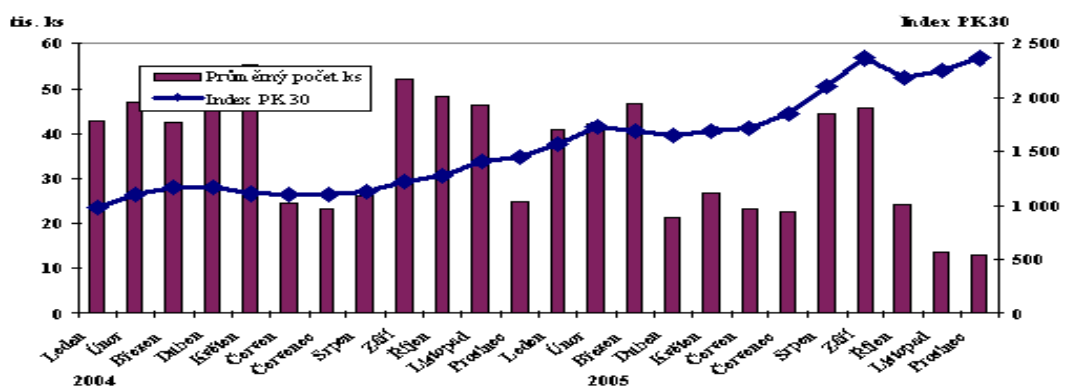
Obr. 5. Graf štruktúry celkových mesačných obchodov RM – Systému v rokoch 2004 a 2005 [31]

Štruktúra obchodov v Kč na normatívnom a ostatnom trhu za rok 2005 je:



Obr. 6. Graf štruktúry obchodov na normatívnom a ostatnom trhu na RM – Systéme za rok 2005 [31]

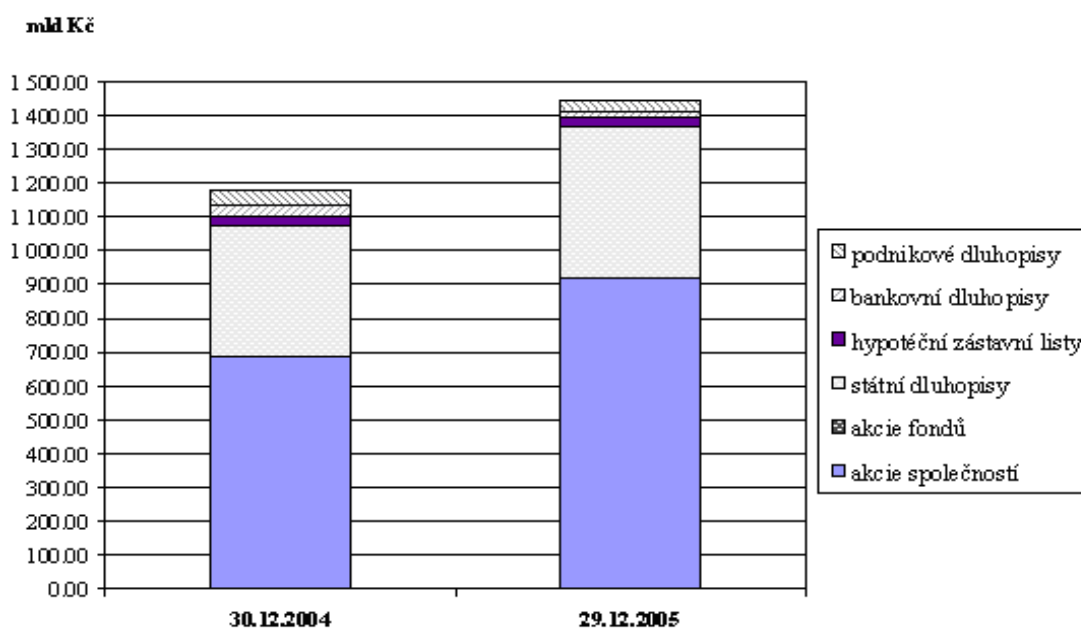
RM – Systém má index PK 30. V tomto indexe sa odráža vývoj cien hlavných titulov, s ktorými sa obchoduje na českom kapitálovom trhu. Tak isto ako indexy pri burze cenných papierov aj tento plní úlohu indikátora trhu. Index PK 30 bol zverejnený 3. mája 1994 a jeho hodnota bola 1000 bodov. Nižšie uvedený graf nám udáva vývoj priemerného množstva predaných cenných papierov denne v aukciách v rokoch 2004 a 2005 a taktiež aj záverečného indexu PK30:



Obr. 7. Graf vývoja priemerného množstva predaných cenných papierov denne v aukciách, graf záverečného indexu PK30 na RM – Systéme za roky 2004 a 2005 [31]

Tržná kapitalizácia emisie akcií alebo podielových listov je súčin počtu cenných papierov registrovaných v emisii a platného kurzu. U dlhopisov je tržná kapitalizácia emisie definovaná ako súčin počtu cenných papierov registrovaných v emisii, nominálnej hodnoty a platného kurzu v percentách deleného 100. Tržná kapitalizácia skupiny emisií, napr. akcií z hlavného trhu, je rovná súčtu tržných kapitalizácií emisií vytvárajúcich skupinu. Inými slovami môžeme povedať, že ide o celkovú hodnotu všetkých alebo skupiny cenných papierov, prijatých k obchodovaniu na burze na základe ich trhovej ceny.

Štruktúra tržnej kapitalizácie akcií a dlhopisov v mld. Kč v roku 2004 a 2005 bola nasledovná:



Obr. 8. Graf tržnej kapitalizácie akcií a dlhopisov na RM – Systéme za roky 2004 a 2005 [31]

2.2.4 Komisia pre cenné papiere

Komisia pre cenné papiere vykonáva štátny dozor, rozhoduje o právach chránených záujmoch a povinnostiach právnických a fyzických osôb a vykonáva ďalšie činnosti súvisiace s rozvojom a ochranou kapitálového trhu v rámci pôsobnosti, ktoré jej zveruje zákon. [18]

Poslanie komisie je posilňovať dôveru investorov a emitentov na kapitálový trh. Ciele komisie sú stanovené zákonom a sú to:

ochrana investorov,
rozvoj kapitálového trhu,
informovanosť verejnosti.

Úlohou Komisie je prostredníctvom svojich nástrojov a právomocí identifikovať riziká zlyhanie štatutárnych orgánov a vedenia poskytovateľov služieb na kapitálovom trhu, rizika podvodu a niektoré aspekty rizika nevhodnosti ponúkaného nástroja. V žiadnom prípade nemôže Komisia chrániť investora pred rizikom poklesu kurzu investičného nástroja, ktoré je na investičných trhoch neodmysliteľné. To však platí len za predpokladu, že firma, ktorá doporučuje alebo zriaďuje investorovi investičný nástroj, vysvetlila investorovi súvisiace riziká a nedala mu prehnané a nerealistické sľuby (napr. negarantovala výnos z investície do akcií). V súvislosti s cieľom osvetly a vyššej informovanosti verejnosti sa Komisia zamerala na to, aby investori rizikám porozumeli a aby s nimi pri svojom investičnom rozhodovaní počítali.

Komisia ďalej podporuje rozvoj trhu a zavedenie nových služieb tak, aby boli vymedzené jasné pravidlá chovania účastníkov na českom kapitálovom trhu, ale aby na druhú stranu nedochádzalo k vytváraniu nezmyselných bariér vstupu subjektov na kapitálový trh a aby stávajúci účastníci trhu, ktorí vstupujú na trh s novými kapitálovými produktmi a službami (napr. vstup zahraničných osôb zaoberajúcich sa kolektívnym investovaním), nenarážali na zbytočné prekážky.

Komisia sa snaží prispôsobiť regulácii českého kapitálového trhu pravidlám uplatňovaným v Európskej únii. Pre zaistenie stability a získavania dôvery spolupracuje s ministerstvom financií a Českou národnou bankou v rámci zmluvy o spolupráci. [46]

2.2.5 Inštitúcie českého kapitálového trhu

Inštitúciami na českom kapitálovom trhu sú:

Osoba prevádzajúca vysporiadanie obchodov s cennými papiermi: rozsah jej činnosti je vymedzený zákonom o cenných papieroch ako podnikanie, ktoré môže vykonávať len akciová spoločnosť. Táto spoločnosť prevádzkuje a organizuje systém vysporiadania záväzkov z obchodov na kapitálovom trhu pre aspoň troch účastníkov tohto systému.

Obchodník s cennými papiermi: takisto je formulovaný v zákone o cenných papieroch. Môže to byť len akciová spoločnosť so sídlom v Českej republike alebo obchodník s cennými papiermi so sídlom v zahraničí. Obchodník s cennými papiermi môže svoju činnosť vykonávať len prostredníctvom makléra.

Maklér: odborne kvalifikovaná fyzická osoba, ktorá má na svoju činnosť povolenie od Komisie pre cenné papiere. Ak vykonáva svoju činnosť pre obchodníka s cennými papiermi, musí s ním byť v pracovnom pomere a môže ju vykonávať len pre jedného obchodníka.

Investičná spoločnosť: obchodná spoločnosť, ktorá má formu akciovej spoločnosti. Jej činnosť je upravená zákonom. Investičná spoločnosť je oprávnená zhromažďovať majetok v podielových fondoch, tento majetok obhospodarovať, obhospodarovať majetok investičných a penzijných fondov a kupovať, predávať a požičiavať si cenné papiere na vlastný účet. Ďalej je povinná tieto činnosti vykonávať s cieľom zabezpečiť rast majetku.

Investičný fond: zákonom o investičných spoločnostiach a investičných fondoch je definovaný ako samostatný právny ekonomický subjekt. So svojim majetkom hospodári sám alebo toto môže zveriť investičnému fondu.

Depozitár: jedná sa o funkciu vykonávanú výhradne obchodnou bankou. Táto funkcia je definovaná v zákone o investičných spoločnostiach a investičných fondoch. Je to funkcia vedenia bežných účtov v investičnej spoločnosti, investičných a podielových fondoch. Taktiež kontroluje, či je činnosť investičnej spoločnosti alebo investičného fondu v súlade so zákonom. Depozitár je zodpovedný za škodu, ktorú spôsobil.

Tlačiareň cenných papierov: má oprávnenie k tlači cenných papierov vydané Komisiou pre cenné papiere v súlade so zákonom o cenných papieroch.

2.3 Subjekty kapitálového trhu v Českej republike

Subjektom na českom kapitálovom trhu je Asociácia pre kapitálový trh.

Predmetom činnosti Asociácie pre kapitálový trh je rozvoj, šandardizácia a popularizácia kapitálového trhu v Českej republike. K dosiahnutiu tohto cieľa usporiada Asociácia prednášky, semináre, konferencie, organizuje odborné skúšky, vydáva publikácie, právne stanoviská a etické normy, podieľa sa na pripomienkovaní zákonov a vyhlášok

súvisiacich s kapitálovým trhom a podporuje vzdelávanie a osvetu v oblasti kapitálového trhu. [36]

V Asociácii pre kapitálový trh pôsobia obchodníci s cennými papiermi, licencovaní účastníci kapitálového trhu, advokátske a auditorské spoločnosti a ďalší účastníci.

Obchodníkmi s cennými papiermi v podmienkach Českej republiky sú napr.

- ABN AMRO Bank N.V.,
- Deutsche Bank AG - Filiale Prag,
- Atlantik-Kilcullen Asset Management, a.s.,
- eBanka, a.s.,
- Citibank a.s.,
- HVB Bank Czech Republic a.s.,
- Komeční banka, a.s.,
- Česká spořitelna, a.s. Raiffeisenbank a.s.,
- Československá obchodní banka, a.s.
- a ďalší.

2.4 Sekundárny kapitálový trh v Českej republike

2.4.1 Vývoj sekundárneho trhu

V roku 1991 bol vytvorený v ČSFR dočasný sekundárny trh, ktorý sa riadil presnými pravidlami pre obchodovanie s cennými papiermi. Najvyšším orgánom bolo zhromaždenie účastníkov trhu. Prvý krát sa začalo obchodovať na dočasnom sekundárnom trhu 24.7.1991 s obligáciami Komerčnej banky a Všeobecne úverovej banky a od 27.11.1991 potom so štátnymi rehabilitačnými dlhopismi. Trh cenných papierov sa konal každú stredu párneho týždňa v budove Štátnej banky československej a bol neverejný. Pevný kurz sa určoval na základe požiadaviek účastníkov trhu na nákup a predaj cenných papierov. [13]

Neskôr 24.7.1992 bola založená dvanástimi peňažnými ústavmi a piatimi brokerskými firmami Burza cenných papierov v Prahe, a.s. K týmto zakladajúcim členom 30.11.1993

pribudlo ďalších 36 členov. Celkový počet členov je limitovaný. Pražská burza je otvorená zahraničnému kapitálu.

2.4.2 Regulácia kapitálového trhu

Množstvo problémov, ktoré sa vyskytujú na kapitálovom trhu si vyžadujú silnú nezávislú regulačnú autoritu. Svetové trendy tiež smerujú k nezávislým autoritám. Obyčajne to býva Komisia cenných papierov, ktorá pôsobí v Nemecku a aj u našich transformujúcich sa susedov Poľsku, Maďarsku a aj v Českej republike. Na Slovensku pôsobí v tejto úlohe Úrad štátneho dozoru nad kapitálovým trhom. Úlohou Komisie pre cenné papiere je regulovať všetkých účastníkov kapitálového trhu.

Situácia si vyžaduje zákonom zriadiť novú regulačnú autoritu, ktorá by ideálne mala byť nezávislá od štátu. Vzhľadom na súčasný stav kapitálového trhu by zo začiatku účasť štátu mohla byť potrebná, no v konečnom dôsledku by táto autorita mala byť financovaná účastníkmi kapitálového trhu. Do jej právomocí by sa mal dostať dozor nad kapitálovým trhom ako aj jeho rozvoj. Silné kompetencie ohľadom sankcionovania subjektov nedodržiavajúcich pravidiel a etiku kapitálového trhu by pomohli zlepšiť situáciu kapitálového trhu.

Od 1. apríla 2006 je Česká národná banka jedinou dozornou inštitúciou na českom finančnom trhu. Prínosom budú nižšie náklady pre štát a účastníkov finančného trhu a vyššia kvalita dohľadu.

Okrem regulačnej autority by mali vzniknúť aj samoregulačné organizácie. Medzi tieto organizácie patria komory a asociácie združujúce účastníkov kapitálového trhu a možno tam zaradiť aj organizátorov trhov s cennými papiermi.

Jednotlivé podielové fondy podliehajú dohľadu Komisii pre cenné papiere. Každý investor by sa mal pred zamýšľanou investíciou presvedčiť, že ponúkaný podielový fond je vybavený platnou licenciou, ktorá je vydávaná pre domáce aj zahraničné fondy. Opatrnosť je na mieste hlavne pri ponuke investícií s pôvodom v exotických krajinách, kde môže byť úroveň regulácie odlišná.

Tak isto investiční sprostredkovatelia musia svoju činnosť podložiť platným povolením Komisie pre cenné papiere. Pochybnosti nevznikajú pri veľkých bankových distribútorov fondov, ktorí disponujú platnými licenciami, problémom sa ale môžu stať

nebankové distribúcie. Aj ich ponuka investičných nástrojov je totiž možná len na základe platnej licencie. Bez nej je ako oslovovanie klientov, tak aj ponuka a sprostredkovanie investícií nemožné. Zároveň si je potrebné uvedomiť, že platné povolenie je len základnou podmienkou pre činnosť investičného sprostredkovania. V žiadnom prípade nie je garanciou úrovne poskytovanej služby.

Budúci investor by si mal preto zistiť základné údaje o fonde a o sprostredkovateľovi, napríklad na stránkach regulátora. Každý fond má za povinnosť publikovať celú radu informácií, počínajúc základnými právnymi dokumentmi, správami o vývoji portfólia a končiac publikáciou denných cien. Ďalšími dôležitými údajmi sú skúsenosť konkrétneho investičného poradcu a požiadavka na uvedenie aspoň základného zdroje poskytovaných informácií.

2.5 Legislatívna základňa kapitálového trhu v Českej republike

V Českej republike upravujú kapitálový trh tieto obecne záväzné právne predpisy:

- zákon č. 191/1950 Sb., směnečný a šekový,
- zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákonník,
- zákon č. 21/1992 Sb., o bankách,
- zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech,
- zákon č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem,
- zákon č. 61/1996 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti,
- zákon č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry,
- zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování,
- zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech,
- zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu,
- zákon č. 377/2005 Sb., o finančních konglomerátech.

2.5.1 Zákon č. 591/1992 Sb. o cenných papírech

V zákone o cenných papíroch sa opisujú akcie, dočasné listy, poukážky na akcie, podielové listy, dlhopisy, investičné kupóny, kupóny, opčné listy, zmenky, šeky, záložné listy, skladiskové listy, poľnohospodárske skladové listy, zahraničné cenné papiere, zastupiteľské cenné papiere, cenné papiere na doručiteľa a cenné papiere na meno.

Hovorí sa tu o forme cenného papiera, o náležitostiach cenných papierov, vydávaní cenných papierov. Ak je nutné rozlíšiť jednotlivé zaknihované cenné papiere, osoba vedúca ich evidenciu je povinná z podnetu emitenta prideliť cenným papierom číselné označenie. Náležitosti cenných papierov ustanovujú zákony alebo iné právne predpisy ako napríklad obchodný zákonník, zákon o dlhopisoch alebo zákon o zmenkách a šekoch.

Deň vydanie cenného papiera je ten deň, keď cenný papier spĺňa všetky náležitosti pre neho stanovené zákonom alebo iným právnym predpisom, a keď sa stane majetkom prvého vlastníka. Dátum emisie cenného papiera určí emitent. Tento dátum je deň, kedy môže dôjsť k vydaniu cenného papiera prvému vlastníkovi. Ako hromadné listiny nahradzujúce jednotlivé cenné papiere môžu byť vydané akcie, poukážky na akcie, podielové listy alebo dlhopisy. Hromadná listina musí mať náležitosti stanovené pre listinný cenný papier. Za určitých podmienok má vlastník hromadnej listiny právo na výmenu tejto listiny za jednotlivé cenné papiere.

Kupóny sú vydávané ako cenné papiere na doručiteľa, ktoré slúžia na uplatnenie práva na výnos z akcie, dlhopisu alebo podielového listu. Vydávajú sa v kupónovom archu. Zmluva o prevode cenných papierov sa riadi úpravou kúpnej zmluvy v obchodnom zákonníku. Aby bola zmluva platná musia v nej byť určené prevádzané cenné papiere a ich kúpna cena. K prevodu cenného papiera dochádza jeho predaním novému vlastníkovi. K prevodu cenného papiera na rad sa vyžaduje aj rubopis.

Ďalšími zmluvami, ktoré definuje tento zákon sú zmluvy:

- o pôžičke cenných papierov,
- o úschove cenných papierov,
- o správe cenných papierov,
- o uložení cenných papierov,
- o obhospodarovaní cenných papierov,

o zastavení cenných papierov. [50]

2.5.2 Zákon č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu

Tento zákon hovorí o poskytovaní služieb v oblasti kapitálového trhu a o verejnej ponuke cenných papierov v zmysle s právnymi normami Európskej Únie.

Zákon o podnikaní na kapitálovom trhu stanovuje obchodníka s cennými papiermi ako právnickú osobu, ktorá poskytuje investičné služby na základe povolenia Komisie pre cenné papiere k činnosti obchodníka s cennými papiermi. Hovorí sa tu o podmienkach podnikania, pravidlách činnosti a hospodárenia obchodníka s cennými papiermi.

Ďalej sa v tomto zákone opisuje poskytovanie investičných služieb obchodníkom s cennými papiermi v inom členskom štáte Európskej únie, poskytovaní investičných služieb zahraničnou osobou so sídlom v inom členskom štáte Európskej únie, investičného sprostredkovateľa, verejnú dražbu cenných papierov, verejnú ponuku investičných cenných papierov, trh s investičnými nástrojmi, burzu cenných papierov, mimoburzový trh, vysporiadací systém, evidencie investičných nástrojov, centrálny depozitár cenných papierov, ktorý musí mať základný kapitál aspoň 100 000 000 Kč, povinnosti účastníkov trhu, garančný fond obchodníkov s cennými papiermi, štátny dozor na individuálnom a konsolidovanom základe, správne delikty a ratingové agentúry. [54]

3 KAPITÁLOVÝ TRH VO VYBRANÝCH ČLENSKÝCH ŠTÁTOCH EURÓPSKEJ ÚNIE

3.1 Kapitálový trh Európskej únie

Spoločný ekonomický priestor v Európskej únii znamená územie s voľným pohybom osôb, tovaru a kapitálu. Jednotlivé ekonomiky musia byť na približne rovnakej úrovni rozvoja. Vytvorenie spoločného finančného trhu s jednotnou menou a jednotným trhom peňazí a kapitálu je najdôležitejšia fáza ekonomickej integrácie. Zmeny v kurzoch, úrokových mierach a kapitálových tokoch môžu mať pre ekonomiku krajiny vážne dôsledky, preto si každý štát sektor finančných služieb veľmi chráni. Pri vytváraní spoločného trhu sa krajina vzdáva časti svojej suverenity.

Spoločný trh investícií by mal zvýšiť efektívnosť finančného sektora a tým aj ekonomiky vôbec. Zrušenie obmedzení v pohybe kapitálu by sa malo prejaviť vo väčšej konkurencii pri ponuke investícií a tým aj v znížení úrokových mier. Zo zlacnenia kapitálu by mali profitovať nielen spotrebitelia, ale aj podnikateľské subjekty, čo sa následne odrazí v podpore hospodárskeho rastu. [2]

Pre Eurotrh je typické, že obchodné zvyklosti uplatňované na tomto trhu sa blížia obchodným zvyklostiam uplatňovaným na veľkých národných kapitálových trhoch, predovšetkým na americkom trhu. Na rozdiel od národných trhov však na tomto medzinárodnom trhu existuje konkurencia medzi bankami, zmluvné podmienky si voľne medzi sebou zjednávajú partneri a zmeny na trhu sa trvale, rýchlo a dosiaľ veľmi výrazne mení. [15]

S rozvojom medzinárodnej del'by práce, kooperácie a špecializácie sa rozvíja proces medzinárodného pohybu peňazí a kapitálu. Každá ekonomika je prepojená s ostatnými krajinami. Sú to obchodné cesty, ktoré umožňujú obojsmerný tok tovarov a služieb a cesty finančné, po ktorých sa uskutočňujú pohyby finančných aktív.

Tempo rastu pri medzinárodnom pohybe kapitálu presahuje tempo rastu objemu svetového obchodu. Spôsobuje to snaha prekonať rôzne colné prekážky. Ďalej sa k tomuto podpísala liberalizácia kapitálových trhov a vytváranie integračných zoskupení vyspelých ekonomík.

Medzinárodné finančné a kapitálové trhy pomocou rôznych finančných inštitúcií, finančných nástrojov a finančných operácií umožňujú zhromažďovanie a transfer voľných finančných zdrojov od tých krajín, ktoré ich majú relatívny prebytok, k tým, ktoré pociťujú ich krátkodobý, resp. dlhodobý nedostatok. [17]

3.2 Veľká Británia

Veľká Británia má jeden z najdokonalejších kapitálových trhov vo svete a pravdepodobne najrozvinutejší kapitálový trh v Európe. Rozvoj ekonomiky si postupne vynútil sformovanie takého organizačného a právneho rámca trhu investícií, ktorý v pomáha efektívne alokovať investície nielen z Británie, ale aj mnohých iných krajín Európy, Ázie a Ameriky. [2]

Od šesťdesiatych rokov dvadsiateho storočia sa britský trh nerozvíja samostatne, ale v rámci legislatívy Európskej únie. Londýn je tretím najväčším finančným centrom na svete, popri Tokiu a New Yorku. Zásľuhu na tom, že britský finančný systém patrí medzi najdokonalejšie na svete, má nielen dlhoročná tradícia veľkých obchodov v City a najmä na The London Stock Exchange, ale aj vysoká koncentrácia rôznych finančných inštitúcií a komfort obchodovania podporený dereguláciou trhu po roku 1986. Ďalšou zásluhou je schopnosť zapojiť do systému finančných služieb široké vrstvy obyvateľstva. Takmer každá britská rodina je zapojená do nejakého kolektívneho investovania, alebo vlastní podiely penzijných fondov, či životnú poisťku. Na strane ponuky tu stojí kvalitne fungujúci systém finančných sprostredkovateľov. Vo veľkej Británii je takmer šesťkrát väčší podiel domácností na novozískaných čistých peňažných fondoch. Rastie tu podiel akciového trhu a klesá podiel krátkodobých pôžičiek. Finanční sprostredkovatelia na britskom finančnom trhu vo väčšej miere sú brokerské firmy a burzy, v menšej miere banky.

The London Stock Exchange má ústredné postavenie medzi burzami v Európe. Na tejto burze sa v súčasnosti obchoduje s rozhodujúcou časťou emisií na transeurópskych trhoch akcií. Trhová kapitalizácia zahraničných akcií je v Londýne väčšia ako pri domácich emisiách. Londýnska burza využíva vo svoj prospech časové posuny, ktoré v moderných akciových burzách zohrávajú dôležitú úlohu. Burza bola dekartelizovaná 27.10.1986, ten deň boli na londýnskej burze zrušené niektoré reštriktívne pravidlá, došlo k tzv. Veľkému

tresku, ktorý je skôr známy ako Big Bang. Medzi najdôležitejšie opatrenia, ktoré boli realizované prostredníctvom Veľkého tresku, patria:

- zrušenie minimálnych fixných provízií,
- zlúčenie firiem brokerov a jobberov,
- spôsob členstva na burze,
- realizácia nového systému dohľadu.

Pri tejto reforme sa krátko zastavím pri elektronizácii obchodovania. Má svoju podstatu v tom, že je jeden z najdôležitejších prvkov nielen Európskych, ale aj svetových búrz. Elektronická informačná technológia vniesla revolúciu do celosvetového obchodného jednaní kdekoľvek na svete a v ktorúkoľvek dennú hodinu, bez ohľadu na miesto konania obchodnej transakcie. Značný rozvoj výpočtových a telekomunikačných techník viedol k tomu, že sa tradičný obchod v burzových sálach postupne nahradzoval obchodovaním pomocou počítačov a obchody sú uzatvárané v obrovskom objeme behom niekoľkých sekúnd prostredníctvom telefónov, faxu a internetu.

Systém SEAQ, The Stock Exchange Automated Quotation System, úplne vytlačil tradičný parket. 95 % obchodov v Londýne sa realizuje prostredníctvom nových technológií a ostatných 5 % cez tradičný parket. Pozostáva z niekoľkých prvkov: SEAQ International, SEAQ Equities, SEAQ Competing Quotations Service, SEAQ Marke-Marker Input Service, SEAQ Automatic Execution Facility. V mojej práci si dovoľím vyňať iba jeden konkrétny a to SEAQ International. Jedná sa o medzinárodný informačný servis o významných medzinárodných akciách. Bol vytvorený s cieľom uspokojiť rastúci dopyt po informáciách z medzinárodných trhov a zaistiť vysoký štandard predávania informácií medzi účastníkmi. Poskytuje informácie o konkurenčných ponukách medzinárodných Market Markers, ktorý operujú v Londýne.

Londýnska burza je vo svete najspravodlivejšou akciovou medzinárodnou burzou v obchodovaní, najväčšou Európskou kapitálovou asociáciou a je hlavným poskytovateľom akciových trhových služieb v Európe. Disponuje odbornosťou, technickou vybavenosťou, ako aj skúsenosťami k poskytovaniu trhových služieb na medzinárodnej úrovni. Investori jej dôverujú i vďaka tradícii a schopnosti riadiť vysoko kvalitné obchody.

Financial Services Act stotožňuje investície s finančnými investíciami v podobe cenných papierov, ako sú akcie, dlhopisy, depozitné certifikáty, cenné papiere vydané vládou a miestnymi samosprávami, waranty oprávňujúce držiteľa na získanie akcií alebo dlhopisov, depozitné certifikáty, podielové listy, opcie, futures, arbitrážne zmluvy, zmluvy životného poistenia dlhšie ako 10 rokov.

Činnosti považované za podnikanie na kapitálovom trhu vo Veľkej Británii sú výkon podnikania, manažment investícií, obstarávanie finančných investícií, investičné poradenstvo, zakladanie schém kolektívneho investovania. Medzi osoby oprávnenými na výkon investičného podnikania patria osoby autorizované priamo ministerstvom, členovia oficiálnych samoregulačných organizácií, členovia profesijných organizácií, automatická amortizácia poisťovacích a tzv. svojpomocných spoločností, automatická amortizácia pre tzv.euroosoby, automatická amortizácia investičných spoločností podnikajúcich v kolektívnom investovaní, či už na vlastný účet alebo ako správcovia, na základe direktív Európskej únie, Bank of England, oficiálne burzy a clearingové domy, členovia poisťovacej spoločnosti Lloyd, inštitúcie pôsobiace na trhoch peňazí a zahrnuté do špeciálneho zoznamu Bank of England, štatutárni zástupcovia organizácií, ktoré už získali autorizáciu, iné osoby, špecificky britské organizácie.

Najvýznamnejším britským akciovým indexom, ktorý vznikol v roku 1984, je index FTSE 100. Zahŕňa 100 najväčších „blue chipsov,, spoločností s najvyššou trhovou kapitalizáciou. Tento index je považovaný za ukazovateľ vývoja britského finančného trhu a rovnako obľúbeným investičným nástrojom. Jeho vývoj od júna 2005 do apríla 2006 si môžeme pozrieť v nasledujúcom grafe:



Obr. 9. Graf vývoja indexu FTSE 100 [28]

Do skupiny FTSE indexov patria o.i., najmä FTSE 250, FTSE Small Cap a celotrhový index FTSE All-Share. Významný je aj index TechMARK 100, ktorý pozostáva zo 100 najväčších spoločností z technologického sektora.

3.3 Nemecko

Nemecký kapitálový trh je dominovaný bankami a získavanie prostriedkov prostredníctvom emisií je menej obvyklé. Národná miera trhovej kapitalizácie je veľmi nízka, aj tak je jej absolútna veľkosť druhá najväčšia v Európe. Trh je extrémne likvidný a objem obchodov presahuje trhovú kapitalizáciu. [2]

Väčšinu finančného trhu tvoria automobilky. Objem primárnych emisií akcií veľmi stabilne rastie. Rozhodujúce postavenie má trh dlhopisov. Jeho obrat je skoro o štyrikrát väčší ako obrat trhu akcií. Polovicu dlhopisov emitujú finančné organizácie, hlavne banky. Trh sa delí na regulovaný a voľný.

V roku 1969 sa po prvýkrát v Nemecku uskutočnil centrálny obchod prostredníctvom elektronického spracovania dát. V roku 1998 sa vyvinul nemecký akciový index DAX, ktorý má v súčasnosti postavenie významného akciového indexu.

Deutsche Börse vznikla v roku 1992 premenovaním z Frankfurtskej burzy a zlúčením sa Nemeckým strediskom cenných papierov a Nemeckou burzou derivátov. Je vedená

Výborom burzy cenných papierov. Má tri druhy členov: úverové inštitúcie, oficiálnych brokerov a slobodných brokerov. Oficiálni brokeri stanovujú kurzy a sú menovaní vládou danej spolkovej krajiny. Slobodní brokeri pôsobia ako sprostredkovatelia pre banky, hlavne však pôsobia na vlastný účet.

V Nemecku existuje ešte ďalších sedem regionálnych búrz v týchto mestách:

- Düsseldorf,
- Hamburg,
- Berlín,
- Mníchove,
- Hannoveri,
- Brémy,
- Stuttgarte.

Ukazovateľom vývoja nemeckého trhu je Deutcher Aktienindex – DAX, ktorý sa začal oficiálne používať v roku 1988. Pozostáva z 30 najväčších nemeckých spoločností, obchodovaných na frankfurtskej burze. Ďalšími významnými indexmi sú MDAX, SDAX, ako aj technologický Tec DAX, ktorý v roku 2003 nahradil index NEMAX. NEMAX 50 zahŕňa 50 najväčších a najlikvidnejších titulov, ktoré boli obchodované na NEVEXe. Tento index je aktualizovaný každú minútu. Aktuálne hodnoty sa počítajú z údajov na Xetre. Celotrhovým nemeckým indexom, ktorý obsahuje všetky obchodované tituly je CDAX index.



Obr. 10. Graf vývoja indexu DAX [28]

3.3.1 NEVEX

Burza NEW Europe aXchange bol integrovaný trhový segment frankfurtskej burzy. NEVEX AG so sídlom vo Viedni založený ako Joint Venture Nemeckou burzou (DBAG) a Viedenskou burzou (WBAG) v roku 2000 s cieľom vytvoriť centralizovaný, transparentný a likvidný trh, na ktorom by sa obchodovalo so stredoeurópskymi a východoeurópskymi cennými papiermi. V roku 2001 nastal zlom vo vývoji, keď prebrala patronát nad voľným obchodovaním prostredníctvom elektronického systému – Xetra a parketového obchodného systému – Xotro na Frankfurtskej burze v segmente stredoeurópskych a východoeurópskych cenných papierov. Od tohto termínu sa celý obchod na NEWEXe odohrával vo Frankfurte a všetky obchody sa začali riadiť regulačnými pravidlami Frankfurtskej burzy a príslušnými nemeckými zákonmi.

Keďže Xetra poskytuje možnosť decentralizovaného pripojenia, NEWEX mal výborné predpoklady pre globálne obchodovanie stredo a východoeurópskych cenných papierov. Cenné papiere dôležitých emitentov sú v tomto segmente Frankfurtskej burzy sprístupnené voľnému obchodovaniu v 17 krajinách Európy a viac ako 400 medzinárodných účastníkov burzových obchodov má k dispozícii niečo vyše 100 titulov cenných papierov zo strednej a východnej Európy. Obchod sa týka len originálnych akcií a tých foriem akcií, ktoré sú pripustené na medzinárodné vysporiadanie opčných listov a rent. Za jednu

z najdôležitejších výhod je možné považovať aj jednu menu – Euro, ktorá zjednodušovala obchodovanie i porovnanie.

Indexom všetkých kótovaných akcií na Novom trhu sa v marci roku 1997 stal Nemax All Share a začínal na úrovni 500 bodov. Najvyššiu hodnotu 8559 bodov dosiahol 10. marca 2000 a vtedy dosiahla trhovú kapitalizácia všetkých nemeckých info-technologických účastín 231 miliárd EUR. Profesionálni aktéri na parkete si na jar 2000 uvedomili, že aj na tomto trhu sa podnikatelia musia riadiť základnými ekonomickými zákonmi. Uvedomili si, že aj novoeconomické firmy musia tiež vykazovať zisk, aby z neho mohli investovať do modernizácie existujúcich a výstavby nových podnikateľských prevádzok, a do naštartovania potrebných inovačných aktivít. Nasmerovali teda svoju pozornosť na reálne podnikateľské plány a inovačné aktivity. Výsledok bol šokujúci, ale predvídateľný: len zanedbateľná menšina novotrhových firiem bola v stave generovať zisk. Nasledoval predaj akcií a prepád nového trhu z rekordných výšín do čiernej diery. Index Nemax All Share začal nezadržiateľne klesať, k čomu mu pomohol aj 11. september. Prepád kurzu o vyše 90 %, pokles trhovej kapitalizácie znamenali klinickú smrť Nového trhu, čo prinútilo prevádzkovateľov k zrušeniu tohto trhového segmentu.

3.3.2 Xetra

Xetra, Exchange Electronic Trading, je elektronická burza, ktorá je protikladom klasickej burzy. Frnkfurtská burza využíva ako jediná z nemeckých parketových búrz cenných papierov aj takúto formu obchodovania. Je to pokroková, flexibilná a účinná platforma elektronického obchodovania, celosvetovo nasadená medzi stovkami účastníkov. Umožňuje elektronický obchod s cennými papiermi prekračujúci hranice štátu. Ponúka bohaté portfólio trhových modelov, podporuje viac prístupových možností, a to cez pevné linky, cez internet a kombináciu oboch variantov.

Vďaka Xetre môžu obchodníci pristúpiť nielen na burzy a obchodné platformy, kde bola nasadená, ale okrem nich aj na termínované trhy Eurexu. Takáto spoločná sieť medzi Xetra a Eurex technicky umožňuje členstvo na trhoch v Európe, Severnej Amerike a Ázii.

3.4 Holandsko

Holandský kapitálový trh je jediný trh malej krajiny, ktorý má v rámci EÚ podstatný význam. Jeho v rámci EÚ sa stále upevňuje. Národné podiely trhovej kapitalizácie a objem obchodov na HDP sú v rámci EÚ nadpriemerné. Zásľuhu na tom majú predovšetkým spoločnosti ako Royal Dutch, Unilever a Philips. Trh je vysoko likvidný, miery koncentrácie sú však vysoké, pretože trhová kapitalizácia a obrat 10 najväčších spoločností presahujú 50 % celkových množstiev. [2]

Na holandskom kapitálovom trhu je najstaršia burza na svete. Je to Amsterdamská burza, ktorá je jediným kapitálovým trhom v Holandsku. Je rozdelená na OCT trh a hlavný trh. Holandská asociácia obchodníkov s cennými papiermi tu vykonáva dozor. Formálny dozor má Ministerstvo financií.

Väčšinu obchodov realizujú zahraniční investori. Počet kótovaných emisií je veľmi vysoký. Objem vládnych dlhopisov je primeraný a ich trhová kapitalizácia je menšia ako kapitalizácia akcií. Objem trhu bondov presahuje objem obchodu s akciami a je mimoriadne likvidný.

3.4.1 Euronext

Euronext je holdingová spoločnosť spadajúca pod Holandský právny systém. Bola založená 22. septembra 2000 zlúčením obchodov Amsterdamu, Bruselu a Paríža ako odpoveď na neustále narastajúcu globalizáciu kapitálových trhov. Po svojom vzniku sa stala najväčšou burzou na kontinente a predstihla tak dovedy najväčšiu kontinentálnu burzu vo Frankfurtu, čo však nestačilo na najväčšiu burzu na Britských ostrovoch z Londýna. V roku 2002 sa rozrástla o LIFFE - Londýnsky medzinárodný finančný termínový obchod a o Portugalský obchod – BVLP. Pre každú akciu vznikla kniha objednávok, čím došlo k enormnému nárastu transparentnosti a likvidite trhu. Vysporiadanie sa realizuje cez systém centrálnych bánk a prevod cenných papierov zaisťuje národný depozitár.

Dnes Euronext zahŕňa obchodné zúčtovacie pôsobenie na regulovaných a neregulovaných burzách pre peňažné produkty a deriváty. Snaží sa o stratégiu, ktorá zlučuje organický rast s aktívnou výrobnou metódou, rozšírenie základne klientov a vonkajší rast. Ich stratégia je jednoduchá: rozširovať sa, rozširovať ponuku produktov, klientskú základňu a zvyšovať tržnú kapitalizáciu registrovaných cenných papierov

organickým rastom. Odkedy bola založená, narástol počet evidovaných obchodov a aktívnych investorov na trhu najmä v oblasti derivátov. Ponuka zvýšila likviditu a znížila transakčné náklady. Integruje svoje obchody do celej Európy.

Výhodami, ktoré vyplynuli z integrácie sú:

- priamy prístup k omnoho väčšej skupine nástrojov,
- rovnaké ceny transakcií pre investorov v porovnaní s domácimi poplatkami,
- väčšie medzinárodné postavenie bez rizika stratenia pozície na domácich trhoch,
- významná cenová spolupráca akcionárov.

Spojenie búrz prinieslo na tento trh v priebehu prvého polroka 2003 pokles poplatkov na jednu obchodnú transakciu priemerne o 8 %, čo je iste motívom pre ďalší rast obchodov na tejto burze oproti konkurencii.

O svoje aktivity sa Euronext stará cez pobočky v Belgicku, Francúzku, Holandsku, Portugalsku a v Anglicku. Tie sú na prevádzkovej úrovni organizované ako samostatné jednotky, ktoré sú rozdelené do štyroch strategických obchodných sekcií.

Burza derivátov Euronext life je dnes najväčšou svetovou burzou derivátov podľa objemu denne obchodovaných transakcií. Ku koncu augusta 2003 sa na tejto burze od začiatku roka zobchodovali akcie za oka 800 biliónov EUR, kým v Londýne len za niečo viac ako 600 biliónov EUR. V trhovej kapitalizácii spoločností, ktoré sú obchodované na trhoch Euronextu, si však ešte stále drží prvenstvo burza v Londýne s trhovou kapitalizáciou spoločností 18000 biliónov EUR.

Indexy na Euronexte môžeme rozdeliť do dvoch skupín. Prvou skupinou sú tradičné francúzske indexy, z ktorých je najdôležitejší index CAC 40, ktorý vznikol v roku 1987. Obsahuje akcie 40 francúzskych „blue chipsov“, spoločností, ktoré obchodujú na Euronext Paríž a majú na tejto burze najväčšiu trhovú kapitalizáciu. Vývoj indexu CAC 40 od júna 2005 do apríla 2006 si môžeme pozrieť v nasledujúcom grafe:



Obr. 11. Graf vývoja indexu CAC 40 [28]

3.5 Francúzko

Francúzsky kapitálový trh je rozvinutý a národné podiely trhovej kapitalizácie a obratu na HDP sa približujú európskym štandardom. V rámci EÚ sa radí na tretie miesto za Veľkú Britániu a Nemecko. [2]

Jedinou burzou v krajine je Paris Bourse. Vznikla v roku 1962 zlúčením 7 búrz. Paris Bourse je rozdelená na 3 trhy:

- hlavný,
- vedľajší,
- Hors – Cote.

Francúzsky kapitálový trh je organizovaný Komisiou pre burzové operácie, Komisiou pre burzy cenných papierov a Komisiou pre deriváty. Komisia pre burzové operácie má dohľad nad zlučovaním a prevzatím kontroly nad firmami. Je autonómnou organizáciou a zodpovedá za potláčanie insider dealingu. Komisia pre burzy cenných papierov dozerá na finančnú disciplínu obchodníkov s cennými papiermi a kótovací proces. Je samoregulačným orgánom. Komisia pre deriváty dozerá na trh derivátov, teda na MONEP a MATIF.

Tento trh je veľmi dobre diverzifikovaný. Jednu tretinu trhovej kapitalizácie a obratu zaberá prvých desať spoločností kótovaných na Paris Bourze. Ako investori prevažujú

domáci súkromní investori. Trh dlhopisov má trhovú kapitalizáciu o 50 % väčšiu ako trh akcií.

3.6 Slovenská republika

V dôsledku kupónovej privatizácie vznikol slovenský kapitálový trh, tak isto ako český kapitálový trh, neštandardne. Kupónová privatizácia sa riadila tým, že akýkoľvek súkromný vlastník je lepší ako štát. Kapitálový trh bol zameraný na obnovu súkromného vlastníctva, pričom sa nesledovala a nevytyčovala efektívna alokácia kapitálu. Pri odštátňovaní podnikov sa odkryl problém nedostatku likvidného majetku. Pre väčšinu podnikov neexistovali zahraniční záujemcovia, ktorí by chceli priniesť svoj vlastný kapitál. Nefunkčný trh viedol k tomu, že sa v privatizácii uskutočňovalo financovanie nákupu na bankový úver.

Veľká časť úspor podnikov a obyvateľstva je uložená v bankách. Prostredníctvom bánk v podobe úverov sa úspory dostávajú do ekonomiky. Toto myslenie je spôsobené tým, že tu kapitálový trh neexistoval a preferovala sa okamžitá spotreba. Tieto problémy v slovenskej ekonomike stáli a stoja pri vytváraní funkčného kapitálového trhu.

Z hľadiska rozvoja kapitálového trhu na Slovensku možno označiť ako pozitívne v kupónovej privatizácii, že sa vybuodovala jeho technická infraštruktúra. Vznikli tu dve burzy, Bratislavská opčná burza, ktorá bola zrušená v roku 1995 a Burza cenných papierov. Ďalej tu vznikli RM-Systém Slovakia, ktorý sprostredkováva obchody s cennými papiermi ktoré sa nedostanú na burzu a Stredisko cenných papierov slúži ako depozitár cenných papierov. Stredisko cenných papierov sa 19. marca 2004 premenovalo na Centrálny depozitár cenných papierov.

Podcenilo sa však vytváranie formálnych, ako ja neformálnych inštitúcií kapitálového trhu na samom začiatku jeho vzniku. Toto viedlo k zneužívaniu kapitálového trhu na rozkrádanie jeho aktív a na špekulačné obohacovanie. Vládlo tu prostredie, v ktorom sa nevypláca investovať do tvorivých aktív, ale kde sa tunelujú podniky a presúvajú a rozdeľujú aktíva. Svoje opodstatnenie majú na kapitálovom trhu aj špekulácie. Vyrovnávajú ceny cenných papierov a zvyšujú likviditu kapitálových trhov, ale len vtedy, ak sa uskutočňujú na povrchu pravidelného prúdu podnikania.

Ďalšou perspektívou slovenského kapitálového trhu bol vstup Slovenskej republiky do Európskej únie. Ekonomický priestor EÚ smeruje k integrácii, čo sa prejavuje na globalizácii kapitálových trhov. Postupne nebude existovať slovenský, český, anglický alebo nemecký kapitálový trh, ale bude existovať európsky trh a regionálne trhy. Po zavedení jednotnej meny sa uberá vývoj kapitálových trhov EÚ k zavedeniu globalizovaného, paneurópskeho kapitálového trhu. Slovenský trh, ako jeden z regionálnych trhov musí byť napojený na niektorý obchodný systém v EÚ. Aby náš trh existoval, je potrebné uskutočniť všetky kroky k jeho priblíženiu k európskym normám. Ide hlavne o ochranu proti podvodom, ochranu minoritných akcionárov, vytvorenie podmienok pre rozvoj kolektívneho investovania a zvýšenie úrovne poskytovaných informácií zo strany emitentov.

3.6.1 Subjekty slovenského kapitálového trhu

Na slovenskom kapitálovom trhu pôsobia investori, emitenti a inštitúcie, ktoré zabezpečujú obchodné transakcie.

Investormi na Slovensko trhu sú drobní akcionári, ktorí tvoria časť dospelého obyvateľstva a investičné fondy a spoločnosti. Toto zloženie sa vyvinulo prostredníctvom kupónovej privatizácie. Ďalšími investormi môžu byť penzijné fondy a hypotekárne banky.

Emitentmi cenných papierov sú podniky, banky, obce a štát. pre mnohých menších emitentov je slovenský kapitálový trh nákladný. Emitenti na Slovensku nedoceňujú význam kapitálového trhu, ktorý je pre nich alternatívou získavania finančných prostriedkov.

Na slovenskom kapitálovom trhu pôsobia ako organizátori Burza cenných papierov Bratislava, RM-Systém Slovakia a Centrálny depozitár cenných papierov.

Burza cenných papierov v Bratislave obchoduje s kótovanými aj nekótovanými cennými papiermi, štátnymi dlhopismi, bankovými a podnikovými obligáciami.

RM-Systém Slovakia je elektronický automatizovaný obchodný systém pre obchodovanie s cennými papiermi., ktoré sa nedostanú na Burzu cenných papierov v Bratislave. Obchodovať na ňom môže každý, kto sa tu zaregistruje. Obchoduje sa tu so všetkými verejne obchodovateľnými akciami.

Centrálny depozitár cenných papierov má povinnosť evidovať všetky zmeny na účtoch majiteľov cenných papierov. Plní funkciu národnej číslovacej agentúry. Majetok Centrálného depozitára cenných papierov sa má vložiť prostredníctvom Fondu národného

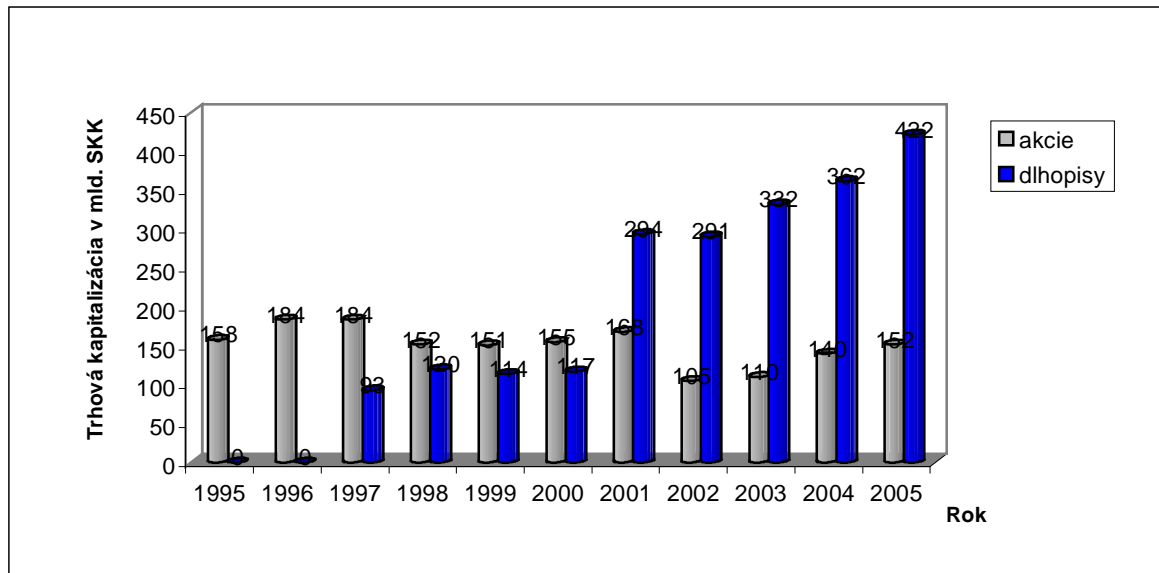
majetku SR ako nepeňažný vklad do základného imania Burzy cenných papierov Bratislava, čím sa burza stane 100-percentným akcionárom depozitára.

3.6.2 Analýza kapitálového trhu na Slovensku

Rok 2002 bol rokom, v ktorom sa zásadným spôsobom zmenila právna úprava podnikania na kapitálovom trhu, výrazne sa zlepšilo medzinárodné hodnotenie Slovenskej republiky a s ním aj podmienky pre prílev kapitálu do slovenskej ekonomiky, ale v charaktere samotného kapitálového trhu došlo len k nepatrným zmenám.

Už niekoľko rokov je charakteristickou črtou slovenského kapitálového trhu vysoký počet nelikvidných emisií cenných papierov. Reálna trhová kapitalizácia emisných titulov obchodovaných na slovenských burzách predstavuje len niekoľko stotín hodnoty HDP. Počet kótovaných cenných papierov na oboch burzách sa dlhodobo pohybuje okolo desiatky titulov a aj trh s dlhopismi je nevýrazný, pričom obchodovanie so štátnymi dlhopismi má na ňom jednoznačnú prevahu. Napriek priaznivým makroekonomickým ukazovateľom a zlepšujúcemu sa medzinárodnému hodnoteniu Slovenska zostáva slovenský kapitálový trh stále nevýrazný v regióne krajín V4. Trhová kapitalizácia Burzy cenných papierov v Bratislave síce mierne prevyšuje tretinu hrubého domáceho produktu, avšak kapitalizácia akcií je len približne 10 % HDP, z toho trhová kapitalizácia kótovaných akcií iba 3,4 % HDP.

V nasledujúcom grafe znázorňujem vývoj tržnej kapitalizácie v SR:



Obr. 12. Graf trhovej kapitalizácie akcií a dlhopisov v SR

Vo všeobecnosti platí už dlhšie obdobie, že počet nových verejných emisií ako aj celkový počet pravidelne obchodovaných emisií je malý. Pri neexistencii dostatočne širokej a dôveryhodnej produktovej ponuky na kapitálovom trhu investori uprednostňujú tradičné spôsoby investovania svojich finančných prostriedkov, pričom využívajú služby komerčných bánk alebo presmerúvajú svoje investičné aktivity na zahraničné trhy. Situáciu len mierne vylepšujú otvorené podielové fondy, ktoré sú prakticky jediným rozvíjajúcim sa segmentom trhu.

Slovenský kapitálový trh možno v súčasnosti považovať za nedostatočne rozvinutý a nelikvidný. Príčin tohto nelichotivého stavu je viac. Treba poukázať na to, že úroveň vedomostí malých investorov o možnostiach investovať do štandardných novovznikajúcich foriem kolektívneho investovania je veľmi nízka a výrazne zaostáva za svojimi možnosťami. Taktiež profesionalita niektorých správcovských spoločností nie je vždy dostatočne vysoká, resp. jej kvalitu zatiaľ nemohol preveriť čas, o nejakej tradícii tu zatiaľ teda nemožno vôbec hovoriť. Úspešnejšou alternatívou tradičných termínovaných bankových vkladov malých investorov sa stávali vklady do vysokorizikových spoločností, ktoré sa vyznačovali agresívnou reklamou sľubujúcou výplatu vysokých výnosov. Odhládnuv od toho, že nad týmito spoločnosťami nikto nevykonával dohľad je podstatný fakt, že tento tradičný zdroj likvidity vôbec neprechádzal na Slovensku kapitálovým trhom. Naštrbená dôvera malých investorov je spôsobená hlavne hrubými nedostatkami ešte donedávna platnej legislatívy ako aj nepresvedčivými profesionálnymi výkonmi správcovských spoločností. Dnes je väčšina

týchto problémov už vyriešených, avšak dôvera sa naspäť získava len pomaly. K nízkej súčasnej likvidite slovenského kapitálového trhu prispel aj spôsob privatizácie na Slovensku, ktorý v ostatných rokoch uprednostňoval priame predaje majoritných balíkov akcií novým vlastníkom. Tieto ako aj ďalšie faktory prispeli k tomu, že BCPB zaostáva vo všetkých hlavných ukazovateľoch – to je v objeme obchodov, počte transakcií ako aj celkovej trhovej kapitalizácii za burzami v ostatných krajinách. Pre porovnanie uvádzam nasledujúcu tabuľku, ktorá zachytáva uvedené agregované ukazovatele z roku 2000. Pre lepšiu porovnateľnosť údaje zahŕňajú len charakteristiky spotového trhu.

Tab. 6. Porovnanie stredoeurópskych búrz

BURZA	Objemy obchodov (v mil. USD)	Trhová kapitalizácia (v mld. USD)	Počet transakcií (v tis.)
Budapešť	14731	21,3	1627
Varšava	29590	34,8	3852
Praha	32239	19,1	?
Bratislava	5524	3,6	19

Trhom s cennými papiermi výrazne nepomohol ani vznik druhej burzy – Slovenskej burzy cenných papierov, na ktorej sa obchodovalo iba s akciami a podielovými listami uzavretých podielových fondov a celkový objem obchodov nedosiahol ani tisícinu objemu BCPB. Druhá burza vznikla z bývalého mimoburzového verejného trhu cenných papierov po tom, čo sa začiatkom roka 2001 nepodarilo jeho zlúčenie s BCPB. Hoci existencia dvoch búrz na slovenskom kapitálovom trhu nemá veľký ekonomický význam a aj samotní akcionári oboch búrz rokovali o vytvorení spoločného subjektu, k dohode o zlúčení búrz nedošlo. SBCP napokon rozhodla ukončiť svoju činnosť a v závere roka poľenie na vznik burzy vrátila.

Zásadnú zmenu znamenal rok 2002 pre podnikanie obchodníkov s cennými papiermi. Tí sa začali prispôbovať novému zákonu o cenných papieroch, a ak chceli naďalej pôsobiť na slovenskom trhu, museli požiadať o vydanie nového povolenia na poskytovanie investičných služieb. Zmyslom prelicencovania obchodníkov s cennými papiermi je preverenie splnenia podmienok stanovených zákonom o cenných papieroch pre výkon činnosti obchodníka s cennými papiermi za účelom priblíženia slovenského kapitálového

trhu zvyklostiam, normám a etickým zásadám platným na vyspelých kapitálových trhoch. Cieľom procesu je vytvorenie predpokladov pre systematické zlepšovanie trhových podmienok, ochrany investorov, zavedenie a udržanie vysokej úrovne odbornosti a profesionality subjektov poskytujúcich investičné služby. Po vstupe Slovenska do európskej únie môžu slovenskí obchodníci s cennými papiermi podnikat' na základe tohto nového povolenia na celom európskom trhu.

Ďalšou významnou zmenou na kapitálovom trhu bol vznik Garančného fondu investícií, ktorý je národnou kompenzačnou schémou, teda inštitúciou zriadenou za účelom vyplácania náhrad za nedostupný klientský majetok u obchodníkov s cennými papiermi. Tiež sa začal náročný proces zmeny charakteru Strediska cenných papierov SR, a. s. a prispôsobenie jeho činnosti podmienkam novej legislatívy. Stredisko požiadalo úrad o udelenie povolenia na vznik a činnosť centrálného depozitára. Po jeho udelení a vybudovaní potrebných kapacít sa zmenil systém evidencie cenných papierov na dvojstupňový a zároveň sa centrálny depozitár stal miestom pre zúčtovanie a vyrovnanie burzových aj mimoburzových obchodov s cennými papiermi.

Segment otvorených podielových fondov je jedným z najdynamickejšie sa rozvíjajúcich oblastí trhu. Ponuka tuzemských i zahraničných fondov kolektívneho investovania sa naďalej rozširuje, pričom si je možné vybrať zo širokého spektra investičných príležitostí a rôzneho stupňa rizika. Tuzemským podielovým fondov navyše prospel aj ďalší pokles úrokových mier v bankách. Stále sa zlepšujúci legislatívny rámec pre podnikanie subjektov s povolením pre oblasť kolektívneho investovania dnes zabezpečuje dobrú úroveň ochrany investora do fondov kolektívneho investovania a stanovuje prísne pravidlá pre kontrolu činnosti správcovských spoločností zo strany bánk, vykonávajúcich funkciu depozitára a pre dohľad vykonávaný úradom.

Vyhliadky slovenského trhu sú však konečne po rokoch stagnácie mierne optimistické. Základom pre toto tvrdenie môže byť nielen neustále sa zlepšujúce hodnotenie Slovenskej republiky ako krajiny jednotného trhu Európskej únie a členského štátu OECD, ale aj zásadné prebudovanie legislatívneho rámca podnikania na kapitálovom trhu.

Výbor európskych regulátorov pre obchodovanie s cennými papiermi CESR, ktorý je jedným z oficiálnych poradných orgánov Európskej komisie pre implementáciu európskych smerníc pre oblasť kapitálového trhu, rozhodol, že prizve regulačné orgány z prístupových

krajín k členstvu v tejto organizácii so štatútom pozorovateľa až do doby ich plného členstva v EÚ. Úrad sa tak stal zástupcom Slovenskej republiky na rokovaníach tohto orgánu s možnosťou priamo ovplyvňovať tvorbu európskej legislatívy kapitálového trhu.

3.7 Integrácia európskych kapitálových trhov

Integrácia európskych finančných trhov je prezentovaná ako jedna z hlavných priorít. Venovala sa jej už biela kniha o dokončení vnútorného trhu z roku 1985. V roku 1993 bola prijatá prvá direktíva o investičných službách. Integrácia finančných trhov sa stala hlavnou politickou prioritou Únie na summite v Cardiffe v roku 1998. Bol prijatý akčný plán rizikového kapitálu, zameraný na odstránenie súčasných inštitucionálnych, regulačných a daňových bariér. Na možnosti ďalšieho prehlbovania integrácie na trhu s kapitálom sa zamerlal summit v Kolíne nad Rýnom v roku 1999. Tu bol prijatý akčný plán pre finančné služby, obsahujúci návrh veľkého množstva konkrétnych krokov zameraných na prehlbovanie integrácie trhu s finančnými službami. Významný návrh spočíval predovšetkým so stanovením základných priorít:

Dokončenie jednotného veľkoobchodného trhu finančných služieb: uľahčiť emisiu a obchodovanie s cennými papiermi podporovaním trhových procesov, aliancie medzi burzami, modernizácia platobných systémov a vysporiadania, čím by sa zaručila vyššia likvidita trhov a vznikol by trh z rizikovým kapitálom. Navrhované opatrenia boli konkrétne zamerané na odstránenie bariér pri obstarávaní kapitálu v rámci Európskej únie, na podporu cezhraničného obchodu s cennými papiermi, na tvorbu jednotných požiadaviek na finančné výkazy, pre spoločnosť kótované na burzách.

Rozvoj otvoreného a bezpečného maloobchodného trhu finančných služieb: zaistiť zvýšenú informovanosť, transparentnosť a bezpečnosť pri cezhraničnom poskytovaní finančných služieb. Odstrániť množstvo právnych a administratívnych prekážok, ktoré bránia bežným klientom nakupovať cez hranice bežné finančné služby ako napr. leasing alebo hypotekárny úver.

Zaistenie kontinuálnej stability európskych finančných trhov: presadiť kooperáciu pri dohľade, čím by sa mali podchytiť systematické a inštitucionálne riziká.

Odstránenie daňových prekážok integrácie trhu kapitálu.

V roku 2001 sa plne integrované efektívne finančné trhy stali jednou s priorít Lisabonského procesu. Ten stanovil koniec roka 2003 ako najneskorší dátum pre implementáciu všetkých opatrení akčného plánu pre rizikový kapitál a vybrané časti akčného plánu pre finančné služby. Po summite v Barcelone a v priebehu španielskeho a dánskeho predsedníctva aj tak došlo k zrýchleniu legislatívnej práci.

V súčasnej dobe však možno hovoriť, že celkové podmienky integrácie sú priaznivé a to aj vďaka legislatívnym opatreniam. Najlepšie integrovaný je európsky peňažný trh, kde došlo k zásadným prelomom zavedením jednotnej meny, zavedením platobného systému TARGET a smernicou o konečnom zúčtovaní. Akciový trh je oproti peňažnému ešte stále dosť fragmentovaný, ale i tu vytvorilo Euro silné prointegračné tendencie. Na trhu s vládnymi dlhopismi tak došlo k redenominácii vládných dlhopisov na Euro hneď začiatkom roku 1999 a všetky nové emisie už boli denominované v Eure. Navyiac došlo k synchronizácii emisných kalendárov. Odstránenie kurzového rizika prinieslo veľké zblíženie výnosov vládných dlhopisov. Neustále pretrvávajúce rozdiely sú však dané tým, že existujú rôzni emitenti vládných dlhopisov a každý z nich zabezpečuje emisiu inou technikou. V oblasti podnikových dlhopisov prevažuje trend narastania emisných činností.

Kľúčovými európskymi subjektami na akciovom trhu sú London Stock Exchange, Euronext, a Deutsche Börse. Zo zavedením Eura je možné pozorovať neustále silnejúce integrácie na akciových trhoch. Celkovo narastá podiel cezhraničných obchodov a rastie i ich koncentrácia, predovšetkým vďaka horizontálnym a vertikálnym fúziám a vznikom aliancií medzi jednotlivými burzami. Pri vertikálnej koncentrácii rozumieme zjednotenie jednotlivých činností obchodu s cennými papiermi, to znamená integráciu obchodovania, clearing, vysporiadania a úschovy do jednej inštitúcie. Horizontálna integrácia je konsolidácia na tej istej úrovni, t.j. fúzia medzi burzami alebo spojenie národných vysporiadavacích systémov. Príkladom týchto tendencií je vznik Euronextu.

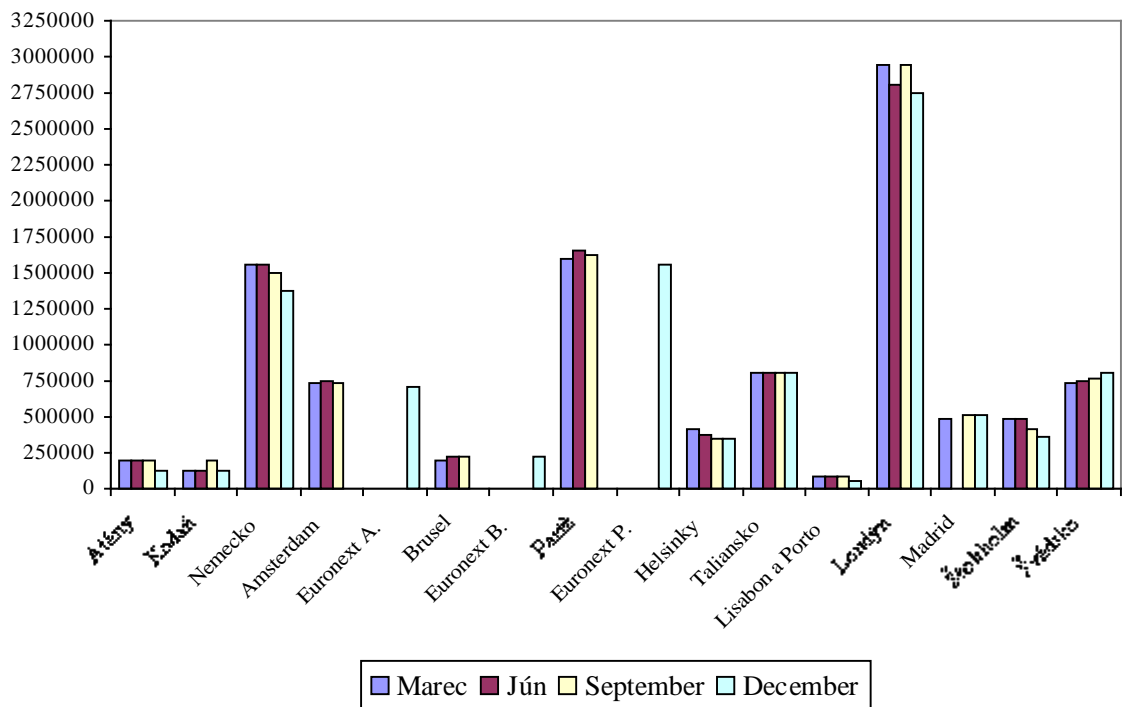
Hlavným pretrvávajúcim problémom trhu s akciami a cennými papiermi je roztrieštenosť vysporiadavacích systémov. Snaha EÚ v tejto oblasti smeruje k vytvoreniu takých podmienok, v ktorých by tržné sily sami iniciovali vytvorenie jednotného systému clearing a vysporiadania.

3.8 Súčasný vývoj akciových búr v Európe

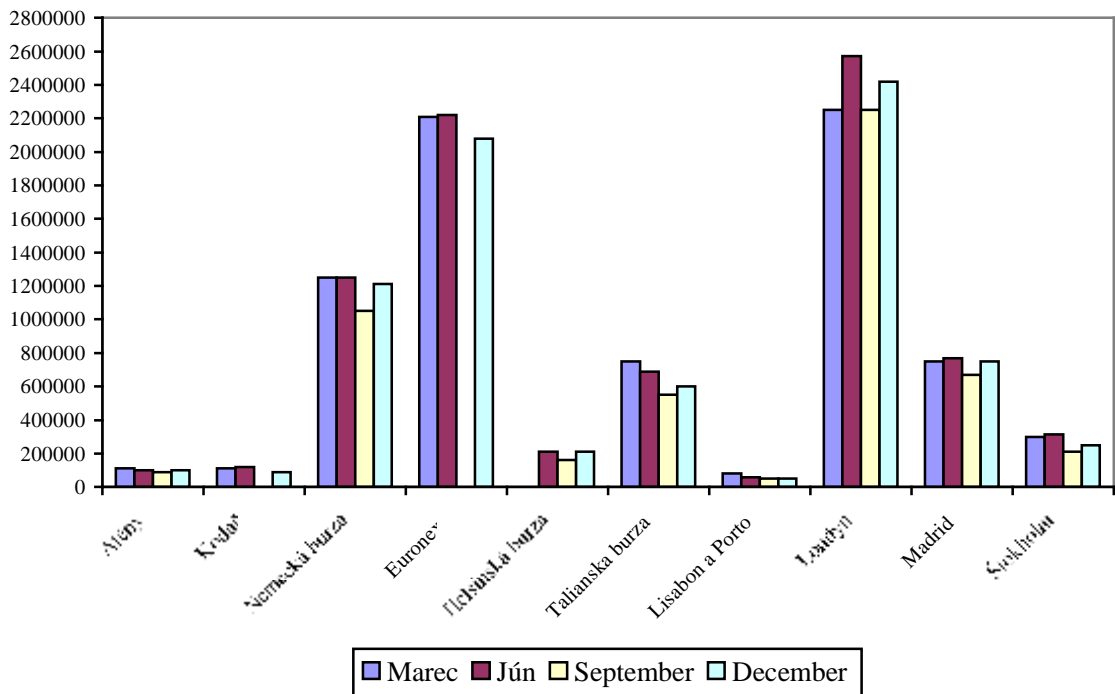
Spolupráca európskych akciových búr je rôzna. Vytvárajú sa rôzne platformy za účelom vytvorenia silnej, konkurencieschopnej burzy s nižšími nákladmi a vyššou trhovou kapitalizáciou a lepším obratom. Okrem toho sú to jednotné clearingové a zúčtovacie systémy, ktoré majú odbúrať administratívne prekážky pre investorov a ušetriť objem ich peňaženiek. V neposlednom rade sú to aj spoločné akciové indexy ako najlepšie ukazovatele vývoja akciového trhu. Neustále trendy ako globalizácia, internacionalizácia komputerizácia a pod. tlačia jednotlivé národné burzy k zamysleniu sa nad tým, ako si udržať svoju pozíciu na trhu respektíve, ako si ju vylepšiť. V tejto súvislosti sa najčastejšie skloňujú slová ako spolupráca, jednotný trh, regionálna spolupráca a samozrejme fúzia. Toto všetko je ešte podporované neustále sa rozrastajúcim európskym trhom, čo so sebou prináša ešte voľnejší pohyb kapitálu, ale aj rastúce riziko hlavne pri vysporiadaní transakcií. Zbližovanie sa jednotlivých ekonomík nie je žiadna novinka, ale národné systémy a zákony ešte stále občas komplikujú voľný európsky trh. I z toho dôvodu bola zriadená Európska federácia búr – FESE.

Je to nezisková organizácia, ktorej členom sa môžu stať burzy cenných papierov, opčné burzy a zúčtovacie domy so sídlom v Európe. Cieľom federácie je podporovať vzájomný dialóg medzi členmi, rozvoj európskeho trhu s cennými papiermi a spolupráca v oblasti vzájomného zbližovania legislatívy. FESE zastupuje svojich členov pred inštitúciami EÚ a obhajuje záujmy európskeho kapitálového trhu. Riadny členom FESE môže byť len jedna burza štátu, ktorý je členom EÚ alebo Európskeho združenia voľného obchodu. V roku 1998 zmenila svoje stanovky a umožnila okrem riadneho členstva aj asociované členstvo a korešpondenčné členstvo. Asociované členstvo sa udeľuje burze štátu, s ktorým sa oficiálne začali rokovania o vstupe do EÚ, právny rámec krajiny je v oblasti kapitálového trhu v súlade so smernicami EÚ a kapitálový trh je regulovaný nezávislou dozornou inštitúciou, ktorá má potrebné kompetencie a zdroje na monitorovanie trhu a na postih priestupkov. Korešpondenčné členstvo sa udeľuje burze štátu, ktorý sa pripravuje na vstup do EÚ, ale zatiaľ nemá zosúladenú legislatívu so smernicami EÚ, prípadne nespĺňa niektoré z ďalších požiadaviek, akou je napríklad existencia nezávislej dozornej inštitúcie. FESE ponúka rôzne informácie či už trhové štatistiky, obchodné kalendáre a obchodné hodiny jednotlivých búr, ale aj údaje o jednotlivých indexoch a ich aktualizáciu.

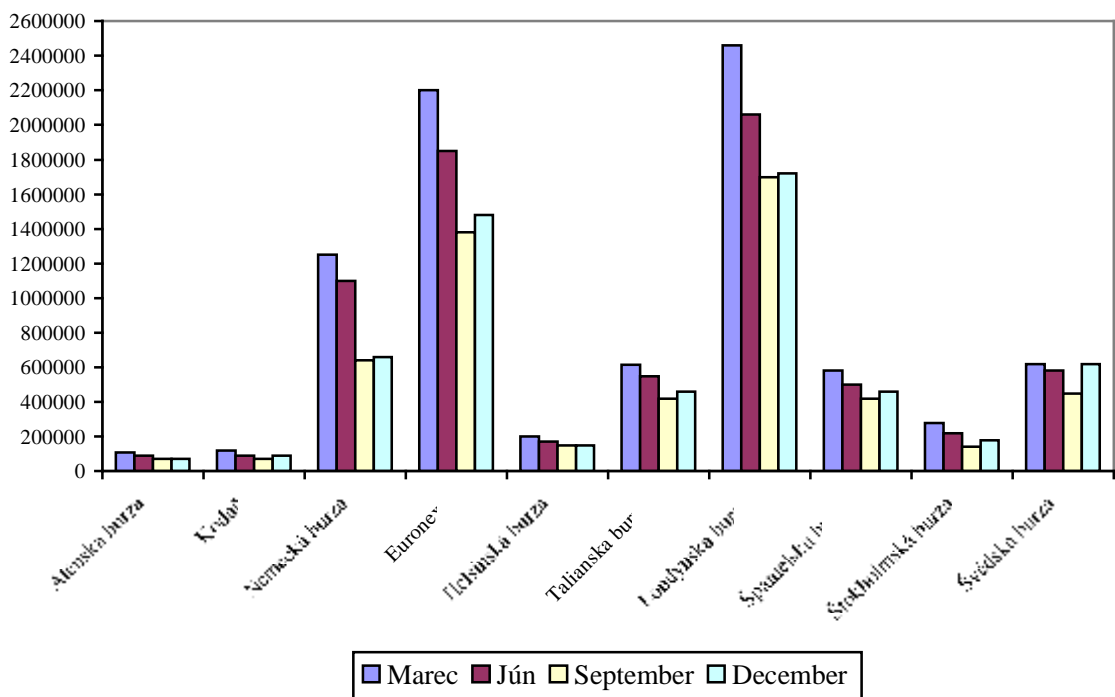
Pre lepšiu porovnateľnosť som vybral iba mesiace marec, jún, september a december. Sledoval som teda štvrťročné údaje, ktorých hodnoty som preniesol do grafu, aby som získal predstavu o rastúcej resp. klesajúcej sile jednotlivých európskych búrz. Pre nedostatok aktuálnych štatistických údajov som sledoval vývoj do roku 2003. Vynechal som stredoeurópske burzy, ktorým sa venujem v ďalšej podkapitole a slabé burzy s trhovou kapitalizáciou neprekračujúcou hodnoty 100 000 EUR. Napriek tomu sa v mojich grafoch objavuje Aténska burza, burza v Kodani a Lisabonská burza. Dôvod je ten, že tieto burzy ešte v roku 2000 a z časti aj v roku 2001 dosahovali hodnoty nad 100 000 EUR. Význam lisabonskej burzy je v jej spojení s Euronextom v roku 2002.



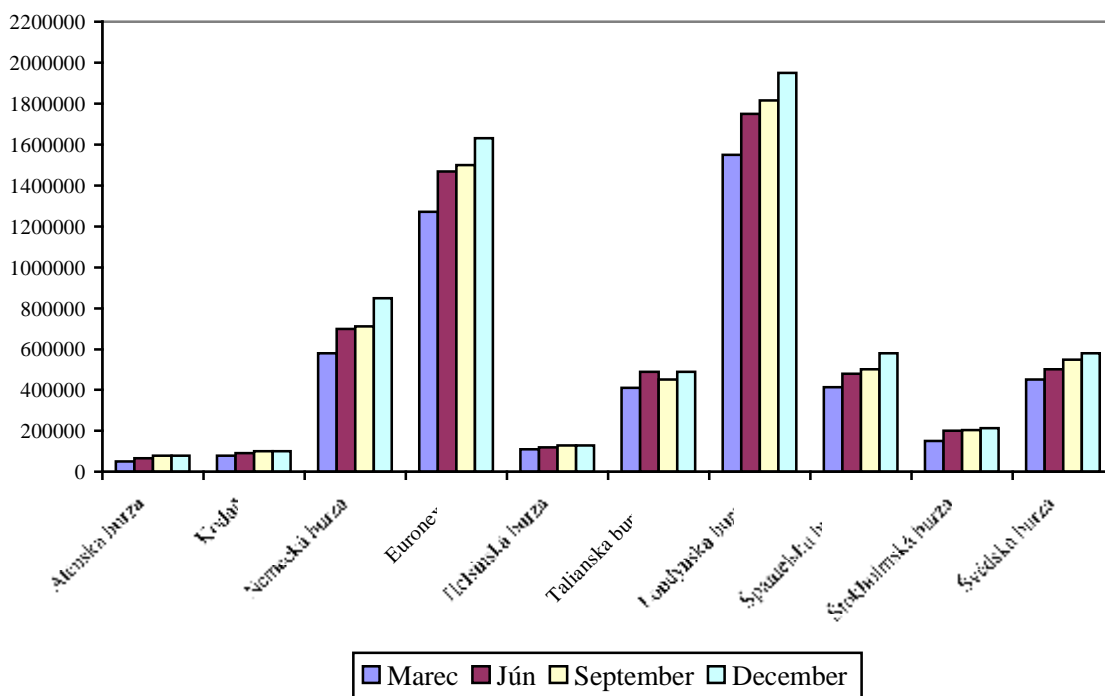
Obr. 13. Graf trhovej kapitalizácie v EUR rok 2000



Obr. 14. Graf trhovej kapitalizácie v EUR rok 2001



Obr. 15. Graf trhovej kapitalizácie v EUR rok 2002



Obr. 16. Graf trhovej kapitalizácie v EUR rok 2003

Z grafov možno zistiť, že v priebehu roka 2000 mali všetky európske burzy pomerne stálu hodnotu trhovej kapitalizácie. Keďže spoločná burza Euronext vznikla až v septembri 2000, do uvedeného obdobia sú v grafe hodnoty Amsterdamskej, Bruselskej a Parížskej burzy uvádzané samostatne. Samostatne sú uvádzané aj za december 2000, ale každá už pod hlavičkou Euronextu.

Hoci koniec roka 2000 končili burzy s menším oslabením a v marci roku 2001 boli oproti marcu 2000 na tom horšie o priemerne 18 % v priebehu roku 2001 bola hodnota trhovej kapitalizácie pomerne stabilná. Koniec roka 2001 ukončili všetky burzy, okrem Euronextu, lepšie ako jeho začiatok. Bohužiaľ v prípade spoločnej burzy Euronext chýbajú údaje za mesiac september. Tento graf už ukazuje tri burzy, ktoré si rozdelili stupne víťazov. Hoci ešte v roku 2000 Nemecká burza útočila na druhé miesto, tak v roku 2001 vďaka zlúčeniu a vytvoreniu Euronextu už jej zaostávanie za druhým miestom je viac ako výrazné. Odborníci skôr očakávali respektíve očakávajú útok Euronextu na prvú pozíciu.

V priebehu roka 2002 došlo k značnému poklesu trhovej kapitalizácie skoro všetkých významných hráčov na trhu. Napríklad z údajov v grafe vidieť, že trhovú kapitalizáciu Londýnskej burzy poklesla viac ako o 30 %, Nemeckej burzy až o skoro 48 % a Euronextu približne o 33 %. Je však potrebné dodať, že december v roku 2002 sa začala trhovú

kapitalizácia mierne dvíhať u väčšiny búr. Najhoršie obdobie bolo okolo septembra 2002, čo možno pravdepodobne vysvetliť s prevládajúcimi trendmi v tomto období umocnenými prvým výročím najhorších teroristických útokov v dejinách ľudstva – 11. septembrom.

V roku 2003 vykazovali všetky burzy len zo začiatku roka opäť mierny pokles, ale v ostatných mesiacoch tohto roka došlo k rastu trhovej kapitalizácie, čiže pokračovali v trende z konca roka 2002. Napriek tomu sa napríklad Londýnskej burze nepodarilo vrátiť nad hodnotu 2 mil. EUR akú mala ešte začiatkom roka 2002. Druhý najväčší hráč trhu Euronext zlepšil svoju pozíciu na konci roka oproti decembru 2002 približne o 11 %. Najhoršie asi dopadla Nemecká burza, ktorá zatiaľ o hodnotách nad 1 mil. EUR, aké mala začiatkom roka 2002, môže len snívať.

3.9 Stredoeurópska spolupráca

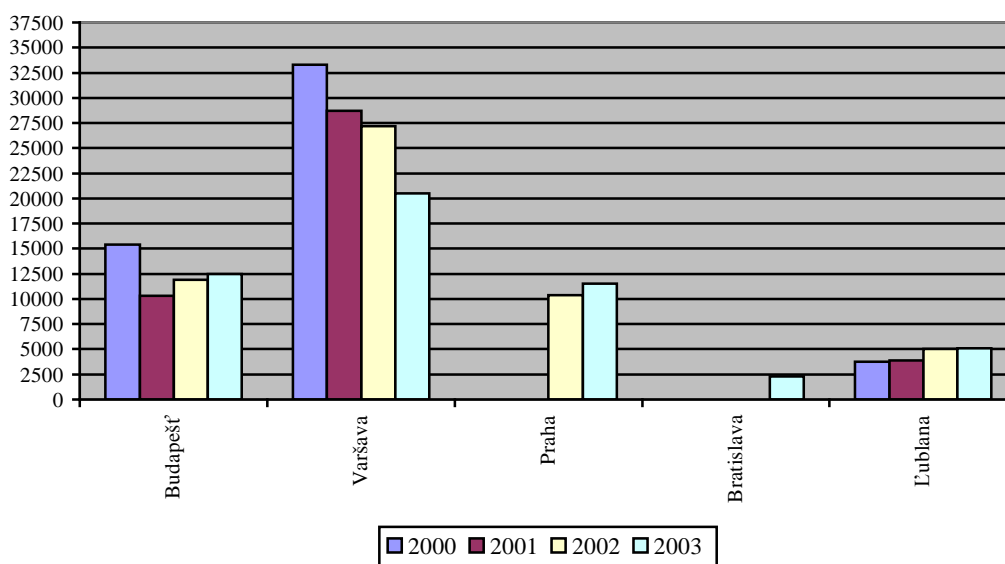
Kapitálový trh v tomto regióne je ako zdroj financovania investičných projektov využívaný relatívne málo. Jedným z najdôležitejších faktorov je skutočnosť, že kapitálový trh má za sebou malú históriu, v ktorej prechádzal podnikový sektor reštrukturalizáciou a za určitého pochodu sa vytváral právny a regulačný rámec pre investorov. V tejto súvislosti bol dôležitý i spôsob privatizácie, ktorý do značnej miery predurčil budúcu štruktúru vlastníkov a tým aj kultúru kapitálového trhu.

Vzhľadom k nízkemu objemu obchodov, relatívne malému počtu členov a likvidite koncentrovanej v úzkom segmente trhu sa zdá byť neúnosné, aby stredoeurópske burzy existovali izolovane. Na budúcom jednotnom kapitálovom európskom trhu nie je miesto pre malú izolovanú burzu. Alternatívou samotného vývoja búr je aliancia s inou burzou. Aliancia môže mať podoby vzájomného zdieľania informačných kanálov a spoločného vystupovania cez integráciu obchodovania až po plnú integráciu všetkých činností.

Napríklad vývoj stredoeurópskych búr sa v budúcnosti môže v zásade vyvíjať nasledujúcimi spôsobmi:

- napojenie do systému veľkej a dobre fungujúcej burzy formou outsourcingu,
- spolupráca, fúzia s dobre fungujúcou burzou alebo aliancia,
- iniciovať vznik regionálnej aliancie.

V nasledujúcom grafe, ktorý opäť zachytáva pre nedostatok aktuálnych štatistických údajov vývoj do roku 2003, poukazujem na to, že hlavne Varšavská burza zaznamenala v posledných rokoch pokles, čo určite nie je veľmi priaznivé. Napriek tomu si zachováva pozíciu najsilnejšej burzy zo skupiny stredoeurópskych búr. Keďže slovenská burza bola prijatá za asociovaného člena až v druhej polovici roka 2002, údaje o jej trhovej kapitalizácii sú dispozícii až od roku 2003. Podobne je to aj s údajmi o českej burze, ktorá bola prijatá ešte v júni 2001.



Obr. 17. Graf trhovej kapitalizácie stredoeurópskych búr

3.10 Nové pravidlá obchodov s cennými papiermi EÚ

Nové pravidlá obchodov s akciami výrazne zmenia spôsob fungovania európskych akciových trhov. Investori totiž získajú väčšiu možnosť výberu pri vyhľadávaní poskytovateľov finančných služieb a spôsobu realizácie obchodov. Nové pravidlá aktualizujú niekoľko rokov starú smernicu, ktorá riadi služby poskytované v oblasti investícií. Revízia smernice, ktorá je základným kameňom jednotného európskeho trhu finančných služieb, mení s platnosťou od roka 2006 v mnohých aspektoch trhové praktiky. Revízia, ktorú navrhla Európska komisia, najprv finančný sektor pobúrila, pretože podrobne stanovuje, ako si budú v budúcnosti konkurovať investičné firmy a burzy. Verzia predložená parlamentom, ale finančníkov utíšila a niekoľko bánk a búr dokonca nadchla. Musia ju ale ešte schváliť členské krajiny, ktoré zrejme budú mať voči niektorým pasážam výhrady.

Investičné firmy budú môcť ponúkať služby klientom v celej Európskej únii. Predstavitelia sektora uviedli, že finančné centrá, burzy, banky a makléri budú kvôli smernici musieť „hrať vyššiu hru,, pretože krajiny už nebudú môcť zavádzať opatrenia, ktoré uzatvárajú prístup na trh zahraničným maklérom. Slabším burzám vzrastie konkurencia. To by mohlo viesť k ďalšej konsolidácii odvetvia. Jednou z hlavných zmien je, že sa ruší pravidlo sústredených obchodných príkazov, vďaka čomu mohli krajiny požadovať, aby boli príkazy spracovávané cez burzu. Investori si tak budú môcť kúpiť akcie mimo burzy a banky a maklérske firmy budú bojovať o to, kto príkazy spracuje. Pravidlo sa zrušilo po tom, čo najväčšie európske burzy ako London Stock Exchange, Deutsche Börse a Euronext zmenili svoju právnu formu na kótované obchodné spoločnosti. Mimoburzové akciové obchody sú bežnou záležitosťou v Londýne a do určitej miery aj v Nemecku. V Holandsku, Taliansku, Francúzsku a ďalších krajinách, kde bolo zavedené pravidlo sústredených obchodných príkazov, sú ale zakázané.

Časť burzového obchodu sa zrejme presunie z Veľkej Británie do Holandska, Francúzska či Talianska. V týchto krajinách by tiež burzy mohli zažiť až 30-percentný pokles objemov obchodov, keď sa budú niektoré transakcie realizovať mimo burzový parket. Napríklad v Londýne prechádza burzou 65 % obchodných príkazov a zvyšok sa spracováva mimo ňu. Dopad nižších objemov obchodov na burzy by mali zmierniť poplatky, ktoré budú makléri platiť za to, že využívajú burzy k hláseniu svojich mimoburzových obchodov. Ide o novú požiadavku, ktorým chce revidovaná smernica zvýšiť transparentnosť trhu po skončení obchodného dna. To bude znamenať veľkú zmenu pre nemecký burzový trh. Zatiaľ totiž platí, že príkazy, ktoré neregistruje Deutsche Börse, nie sú hlásené.

Náhradou za zrušenie sústredených obchodných príkazov bude však vyššia regulácia burzových obchodov. Makléri budú musieť publikovať cenu ponuky a dopytu, za ktorú mienia realizovať takzvaný štandardný príkaz, takže ceny budú môcť vidieť aj iní účastníci trhu. Štandardnú veľkosť príkazu budú definovať regulátory, ale zámerom je, aby sa vzťahovala na menšie transakcie drobných klientov, a nedotkla sa veľkých obchodov inštitucionálnych investorov. Na londýnskej burze tvoria transakcie väčšinou blokové a iné veľké objednávky inštitucionálnych investorov. Nové pravidlá platia aj pre krajiny z východnej Európy, ktoré sa v máji 2004 pripojili k Európskej únii, teda vrátane Českej aj Slovenskej republiky.

ZÁVER

Vo vyspelých ekonomikách sa na burze kótujú najvyspelejšie firmy, ktoré tam chcú získať kapitál a dobré meno. V Českej republike sa dostali firmy na burzu najmä prostredníctvom masového kótovania, čo bol určite najnešťastnejší nápad v kupónovej privatizácii. Trh sa zaplavil stovkami nelikvidných spoločností, s neprehľadným vlastníctvom a malou ochotou informovať o svojom podnikaní. Ich odchodu z trhu bránia len náklady spojené s verejnou ponukou. Ak k tomu pridáme nedostatok akejkolvek tradície akciovej kultúry, asymetriu medzi informáciami dostupnými jednotlivým triedam investorov a úzky prepletenec záujmov v rámci finančných skupín, minimálny záujem o kapitálový trh zo strany podnikov a investorov je pochopiteľný.

Jednoduchý prístup na dobre fungujúcu burzu cenných papierov je jedným zo základných predpokladov rozvoja firiem v trhovej ekonomike. Burza cenných papierov by mala byť likvidná, ku ktorej by mali podnikateľské subjekty bezproblémový prístup. Vzhľadom k menšej veľkosti českej ekonomiky je najlepším riešením podporenie vzniku silnej regionálnej stredoeurópskej burzy, aká existuje napríklad v severských krajinách. Preto je potrebné vytvoriť podmienky pre integráciu pražskej burzy cenných papierov do stredoeurópskej burzy cenných papierov, ktorá by vznikla spojením existujúcich búrz v krajinách ČR, SR, PL a HU.

Dnes už nie je problém kapitál vytvoriť, ale naopak - umiestniť ho. Ak vôbec má český kapitálový trh nejakú budúcnosť, tak je:

- a) v predaji časti strategických podnikov prostredníctvom burzy,
- b) v emisiách akcií a dlhopisov stredne veľkých domácich podnikov a
- c) v emisiách akcií rýchlorastúcich inovatívnych firiem.

V začiatkoch sa robilo na kapitálovom trhu všeličo. Používali sa aj veľmi nekalé praktiky na oklamanie ľudí. Situácia sa zlepšila. Účastníci trhu sa správajú profesionálnejšie. Mnohí licencovaní obchodníci s cennými papiermi totiž ešte aj dnes zneužívajú neznalosť ľudí. Pokračuje vykupovanie akcií za veľmi nízke ceny. To veľmi škodí kapitálovému trhu. Kapitálový trh by mal byť dôveryhodný. Takéto javy podkopávajú dôveru v neho. A dôveryhodný kapitálový trh je potrebný o to viac, že bude súčasťou aj dôchodkovej

reformy. Verím, že na trhu budú čoraz profesionálnejší obchodníci s cennými papiermi, ktorí budú ovplyvňovať aj verejnú mienku.

Z hľadiska budúceho vývoja je zrejmé, že hlavným smerom priblíženia sa finančnej štruktúry prístupných krajín štruktúre EÚ musí byť relatívne zníženie závislosti ekonomických subjektov od bankového financovania, čo znamená rozvinutie kapitálového trhu. Zároveň je nevyhnutné, aby sa podstatne zvýšila majetková sila nefinančného sektora, od ktorej závisia ďalšie možnosti investovania a samofinancovania. Vo vzťahu k integračnému procesu je sila finančného sektora napokon aj jedným z determinantov znižovania úrokových sadzieb na úroveň, pri ktorej bude možné reálne uvažovať s bezproblémovým udržiavaním kurzovej parity voči euru a zároveň funkčne používať politiku centrálnej banky v oblasti jej kľúčových sadzieb.

ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY

Monografia:

- [1] BALÁŽ, V. *Kapitálové trhy budúcnosti*. Bratislava: VEDA, 1996. 94 s. ISBN: 80-224-0456-X.
- [2] BALÁŽ, V. *Kapitálový trh Európskej únie*. Bratislava: VEDA, 1997. 336 s. ISBN: 80-224-0491-8.
- [3] BLAHA, Zdenek. S.; JINDŘICHOVSKÁ, I. *Opce, swapy a futures deriváty finančního trhu*. Praha: Management Press, 1997. 206 s. ISBN: 80-85943-29-8.
- [4] BLAKE, D. *Analýza finančních trhů*. Praha: Grada Publishing, 1995. 623 s. ISBN: 80-7169-201-8.
- [5] BOROSON, W. *Jak investovat ve společných investičních fondech*. Praha: Victoria Publishing, 1994. 153 s. ISBN: 80-85605-58-9.
- [6] CIPRA, T. *Kapitálová přiměřenost ve financích a solventnost v poistovníctví*. Praha: Ekopres, 2002. 271 s. ISBN: 80-86119-54-8.
- [7] HRVOLOVÁ, B. *Analýza finančních trhů*. Bratislava: Sprint, 2001. 373 s. ISBN: 80-88848-86-5.
- [8] CHOVANCOVÁ, B.; JANKOVSKÁ, A.; KOTLEBOVÁ, J.; ŠTURC, B. *Finančný trh Nástroje, transakcie, inštitúcie*. Bratislava: Eurounion, 2002. 584 s. ISBN: 80-88984-31-9.
- [9] JEŽEK, T. *Peníze a trh*. Praha: Portál, 2002. 148 s. ISBN: 80-7178-685-3.
- [10] LEE, Anita.J. *Klíč k pochopení cenných papírů*. Praha: Victoria Publishing, 1993. 124 s. ISBN: 80-85605-59-7.
- [11] LIŠKA, V. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. Praha: Profesional Publishing, 2004. 525 s. ISBN: 80-86419-63-0.
- [12] MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. Praha: EKOPRESS, 2002. 459 s. ISBN: 80-86119-55-6.
- [13] NEJTEK, J.; kolektiv CEPATRA INVEST, s.r.o. *Obchod s cennými papíry*. Brno: PRINT, 1994. 206 s. ISBN: 80-85943-29-8.

- [14] PAVLÁT, V. *Kapitálové trhy*. Praha: Profesional Publishing, 2003. 296 s. ISBN: 80-86419-33-9.
- [15] PAVLÁT, V. *Kapitálové trhy a burzy ve světě*. Praha: Grada, 1993. 389 s. ISBN: 80-85424-90-8.
- [16] PEKOVÁ, J. *Finance územní samosprávy – územní aspekty veřejných finančí*. Praha: Victoria Publishing, 1995. 268 s. ISBN: 80-7187-024-2.
- [17] PIVOVARČIOVÁ, V. *Teória kapitálového trhu*. Bratislava: IURA EDITION, 2000. 98 s. ISBN: 80-88715-71-7.
- [18] REJNUŠ, O. *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. Brno: Computer press, 2004. 257 s. ISBN: 80-7226-571-7.
- [19] ROSE, Peter.S. *Peněžní a kapitálové trhy*. Praha: Victoria Publishing, 1995. 1014 s. ISBN: 80-85605-52-7.
- [20] SHARPE, William.F.; ALEXANDER, Gordon.J. *Investice*. Praha: Victoria Publishing, 1994. 352 s. ISBN: 80-85605-47-3.
- [21] TEPPER, T.; KÁPL, M. *Peníze a vy*. Praha: PROSPEKTRUM, 1994. 352 s. ISBN: 80-85431-96-3.
- [22] WEISS, David, M. *Kniha o cenných papírech*. Praha: Victoria Publishing, 1995. 286 s. ISBN: 80-85605-56-2.

Internetové zdroje:

- [23] *Členové burzy* [online]. [cit. 2006-04-06]. Dostupný z WWW: <http://www.pse.cz/clenove/seznam_clenu.asp>.
- [24] *FESE Monthly statistic* [online]. [cit. 2006-05-05]. Dostupný z WWW: <<http://www.fese.be/statistics/index.php>>.
- [25] *Globální výsledky* [online]. [cit. 2006-04-06]. Dostupný z WWW: <http://www.rmsystem.cz/vys/vys_g_vysl.asp>.
- [26] *Graf vývoje indexu PX* [online]. [cit. 2006-04-13]. Dostupný z WWW: <http://www.pse.cz/vysledky/stts_indexy.asp?ka=1&grafhistory=ALL>.

- [27] *Graf vývoje indexu PX-GLOBAL* [online]. [cit. 2006-04-13]. Dostupný z WWW: <http://www.pse.cz/vysledky/stats_indexy.asp?ka=3&grafhistory=ALL>.
- [28] *Grafy európskych indexov* [online]. [cit. 2006-05-07]. Dostupný z WWW: <<http://finance.yahoo.com/q/bc?s=%5EFCHI&t=6m>>.
- [29] *Hlavný trh* [online]. [cit. 2006-04-06]. Dostupný z WWW: <<http://www.pse.cz/cenpap/hlavnitrh.asp>>.
- [30] Holman, F. *Čím pro nás byla kupónová privatizace* [online]. 2001, október. [cit. 2006-04-13]. Dostupný z WWW: <<http://www.klaus.cz/klaus2/asp/clanek.asp?id=gl88MRMYa9JQ>>.
- [31] *Charakteristiky vývoje obchodů* [online]. [cit. 2006-04-13]. Dostupný z WWW: <http://www.rmsystem.cz/swr/swr_stat.asp?rok=2005>.
- [32] *O společnosti* [online]. [cit. 2006-04-06]. Dostupný z WWW: <http://www.rmsystem.cz/osp/osp_udaj.asp>.
- [33] *Objem obchodov* [online]. [cit. 2006-04-06]. Dostupný z WWW: <http://www.pse.cz/vysledky/stat_objemy.asp?Combo1Value=d&obdobi=r&den=0>.
- [34] *Objemy obchodov* [online]. [cit. 2006-04-13]. Dostupný z WWW: <http://www.pse.cz/vysledky/stats_objemy.asp?Combo1Value=d&obdobi=r&den=0>.
- [35] *Poslání a cíle* [online]. [cit. 2006-04-26]. Dostupný z WWW: <http://www.sec.cz/export/CZ/O_Komisi_pro_cenne_papiry/Politiky.html>.
- [36] *Poslání Asociace pro kapitálový trh* [online]. [cit. 2006-04-13]. Dostupný z WWW: <<http://www.akatcr.cz/webmagazine/kategorie.asp?idk=304>>.
- [37] *Prevody* [online]. [cit. 2006-04-13]. Dostupný z WWW: <<http://www.scp.cz/wwwscp/default.htm>>.
- [38] *Profil burzy* [online]. [cit. 2006-04-06]. Dostupný z WWW: <<http://www.pse.cz/burza/profil.asp>>.
- [39] *Provoz obchodního systému* [online]. [cit. 2006-04-06]. Dostupný z WWW: <http://www.rmsystem.cz/osp/osp_provoz.asp>.

- [40] *Seznam obchodníků s cennými papíry* [online]. [cit. 2006-04-13]. Dostupný z WWW:
<http://www.sec.cz/export/CZ/Seznamy_a_prehledy/List_subjektu.page?RoleId=9&SubroleId=0>.
- [41] *Statistiky obchodování* [online]. [cit. 2006-04-06]. Dostupný z WWW:
<http://www.rmsystem.cz/swr/swr_stat.asp?rok=2005>.
- [42] *Struktura českého kapitálového trhu* [online]. [cit. 2006-04-13]. Dostupný z WWW: <<http://www.scp.cz/wwwscp/default.htm>>.
- [43] *Vedejší trh* [online]. [cit. 2006-04-06]. Dostupný z WWW:
<<http://www.pse.cz/cenpap/vedlejsitrh.asp>>.
- [44] *Vznik a vývoj českého burzovníctví* [online]. [cit. 2006-04-06]. Dostupný z WWW:
<<http://www.pse.cz/burza/historie.asp>>.
- [45] *Základné údaje* [online]. [cit. 2006-04-05]. Dostupný z WWW:
<<http://www.scp.cz/wwwscp/default.htm>>.
- [46] *Zoznam členov Asociace pro kapitálový trh* [online]. [cit. 2006-04-13]. Dostupný z WWW: <<http://www.akatcr.cz/webmagazine/kategorie.asp?idk=195>>.

Zbiera zákonov:

- [47] Zákon č. 191/1950 Sb., směnečný a šekový.
- [48] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.
- [49] Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách.
- [50] Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech.
- [51] Zákon č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry.
- [52] Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování.
- [53] Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech.
- [54] Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.

ZOZNAM OBRÁZKOV

Obr. 1. Procesy na primárnem a sekundárnem kapitálovom trhu.....	13
Obr. 2. Organizačná štruktúra českého kapitálového trhu.....	34
Obr. 3. Graf vývoja indexu PX 50.....	37
Obr. 4. Graf vývoja indexu PX-GLOBAL.....	38
Obr. 5. Graf štruktúry celkových mesačných obchodov RM – Systému v rokoch 2004 a 2005.....	42
Obr. 6. Graf štruktúry obchodov na normatívnom a ostatnom trhu na RM - Systéme za rok 2005.....	43
Obr. 7. Graf vývoja priemerného množstva predaných cenných papierov denne v aukciách, graf záverečného indexu PK30 na RM – Systéme za roky 2004 a 2005.....	43
Obr. 8. Graf tržnej kapitalizácie akcií a dlhopisov na RM – Systéme za roky 2004 a 2005.....	44
Obr. 9. Graf vývoja indexu FTSE 100.....	55
Obr. 10. Graf vývoja indexu DAX.....	57
Obr. 11. Graf vývoja indexu CAC 40.....	61
Obr. 12. Graf trhovej kapitalizácie akcií a dlhopisov v SR.....	65
Obr. 13. Graf trhovej kapitalizácie v EUR rok 2000.....	71
Obr. 14. Graf trhovej kapitalizácie v EUR rok 2001.....	72
Obr. 15. Graf trhovej kapitalizácie v EUR rok 2002.....	72
Obr. 16. Graf trhovej kapitalizácie v EUR rok 2003.....	73
Obr. 17. Graf trhovej kapitalizácie stredoeurópskych búrz	75

ZOZNAM TABULIEK

Tab. 1. Rozdiel medzi kapitálovým a peňažným trhom	14
Tab. 2. Objemy obchodov na Burze cenných papierov Praha, a.s	39
Tab. 3. Prevody akcií a dlhopisov v stredisku cenných papierov za rok 2005.....	41
Tab. 4. Počet prevedených akcií a dlhopisov v stredisku cenných papierov za rok 2005.....	41
Tab. 5. Nominálny objem prevedených akcií a dlhopisov v stredisku cenných papierov	41
Tab. 6. Porovnanie stredoeurópskych búrz.....	66