



Investování na kapitálových tržích

JITKA VESELÁ

3. vydání



Wolters Kluwer

INVESTOVÁNÍ NA KAPITÁLOVÝCH TRZÍCH

Investování na kapitálových trzích

JITKA VESELÁ

3. vydání



Wolters Kluwer

Vzor citace: VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. 3. vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2019, 952 s.

Kapitoly 3, 8, 9 a 10 této knihy vznikly v rámci řešení vědecko-výzkumného záměru Metropolitní univerzity Praha „Teritoriální studia, ekonomie a mezinárodní vztahy, kód projektu 68-02,“ financovaného z podpory na Dlouhodobý a koncepční rozvoj výzkumné organizace v roce 2019.

Autorkou kapitoly 10 je Ing. Alžběta Zíková, Ph.D.

Recenzovali:

prof. Ing. Jaroslav Daňhel, CSc.

Ing. Pavel Žilák, Ph.D.

© doc. Ing. Jitka Veselá, MBA, Ph.D., 2019

ISBN 978-80-7598-212-4 (váz.)

ISBN 978-80-7598-213-1 (e-pub)

ISBN 978-80-7598-214-8 (mobi)

Obsah

Úvod	17
1. Finanční trh	21
1.1 Podstata, funkce a význam finančního trhu	22
1.2 Struktura finančního trhu	28
1.3 Regulace a dohled nad finančním trhem	35
2. Kapitálový trh	60
2.1 Burza cenných papírů	60
2.1.1 Vznik, historický vývoj burz a současné trendy v jejich vývoji	61
2.1.2 Burza – pojem, funkce a význam	77
2.1.3 Druhy burz	83
2.1.4 Burzovní systém a jeho složky	89
2.1.4.1 Obchodní systém	90
2.1.4.2 Účastníci burzovních obchodů	96
2.1.4.3 Burzovní příkazy	96
2.1.4.4 Předmět obchodování	99
2.1.4.5 Druhy burzovních obchodů	102
2.1.4.6 Vypořádání burzovních obchodů	105
2.1.4.7 Burzovní informace	107
2.1.4.7.1 Burzovní indexy	108
2.1.4.7.2 Kurzovní lístek	115
2.1.4.7.3 Ukazatele kapitálového trhu	121
2.1.4.8 Regulace a kontrola	125
2.2 Mimoburzovní trh	126
3. Burzovní trhy ve světě	130
3.1 Burza cenných papírů Praha (BCPP)	130
3.1.1 Založení a dosavadní vývoj BCPP	130
3.1.2 Burzovní systém BCPP	133
3.1.3 Burzovní data z BCPP	143

3.2	RM-systém (RM-S)	147
3.2.1	RM-systém jako mimoburzovní trh	147
3.2.2	RM-systém jako burzovní trh	148
3.3	Wiener Börse (WB)	151
3.4	Gielda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPWW)	156
3.5	Budapesti Értéktőzsde (BÉT)	159
3.6	Burza cenných papierov Bratislava (BCPB)	163
3.7	Ljubljanska borza (LB)	172
3.8	Moskovskaja birža (MB)	174
3.9	New York Stock Exchange (NYSE)	177
3.10	NASDAQ	189
3.11	Japan Exchange Group (JPX)	192
3.12	London Stock Exchange (LSE)	200
3.13	Čínské burzy	208
3.14	Deutsche Börse (DB), Frankfurter Wertpapierbörse (FW)	215
3.15	Indické burzy	223
3.16	Burzovní aliance, společné obchodní platformy a spolupráce	226
3.16.1	EUREX	227
3.16.2	OMX	229
3.16.2.1	Vznik a postupné rozrůstání burzovní aliance NOREX	230
3.16.2.2	Podmínky členství v OMX	232
3.16.2.3	Vypořádání obchodů v OMX	233
3.16.2.4	Předmět obchodování na OMX	233
3.16.2.5	Obchodní systém OMX	234
3.16.2.6	Burzovní indexy OMX	235
3.16.2.7	Zhodnocení a další perspektivy OMX	236
3.16.3	EURONEXT	237
3.16.3.1	Vznik a dosavadní vývoj EURONEXTu	238
3.16.3.2	Organizační struktura EURONEXTu	239
3.16.3.3	Podmínky členství v EURONEXTu	239
3.16.3.4	Vypořádání obchodů v EURONEXTu	240
3.16.3.5	Předmět obchodování na EURONEXTu	241
3.16.3.6	Obchodní systém EURONEXTu	245
3.16.3.7	Burzovní indexy EURONEXTu	247
3.16.3.8	Zhodnocení a další perspektivy EURONEXTu ..	249
4.	Investiční instrumenty a jejich charakteristika	251
4.1	Finanční instrumenty	255

4.1.1	Akcie	255
4.1.1.1	Práva spojená s držbou akcie	256
4.1.1.2	Druhy akcií	259
4.1.1.3	Výhody a nevýhody spojené s držbou akcie	261
4.1.1.4	Akciová společnost, její orgány a základní cíl	263
4.1.1.5	Významné faktory ovlivňující tržní hodnotu firmy a jejích akcií	268
4.1.2	Dluhopisy	273
4.1.2.1	Druhy dlouhodobých dluhopisů	275
4.1.2.2	Výhody a nevýhody spojené s držbou dluhopisu ..	281
4.1.2.3	Rating dluhopisů	283
4.1.2.4	Krátkodobé dluhopisy	287
4.1.2.4.1	Pokladniční poukázky	287
4.1.2.4.2	Depozitní certifikáty	288
4.1.2.4.3	Komerční papíry	290
4.1.3	Collateralized Debt Obligations – CDO's	291
4.1.4	Podílové listy	295
4.1.5	Akcie investičních fondů	296
4.1.6	Investiční certifikáty	297
4.1.7	ETF's, ETN's a ETC's	300
4.1.8	Opce	305
4.1.9	Warranty (opční listy)	313
4.1.10	Financial futures	316
4.2	Reálné instrumenty (aktiva)	321
4.2.1	Drahé kovy	325
4.2.1.1	Investice do zlatých instrumentů	330
4.2.1.2	Investice do stříbrných instrumentů	334
4.2.2	Drahé kameny	335
4.2.2.1	Diamanty	335
4.2.2.2	Barevné drahokamy	336
4.2.3	Nemovitosti	337
4.2.4	Umělecké předměty a díla	339
5.	Analýza akciových instrumentů	340
5.1	Fundamentální analýza	344
5.1.1	Globální fundamentální analýza	345
5.1.2	Odvětvová fundamentální analýza	359
5.1.2.1	Životní cyklus odvětví	359
5.1.2.2	Citlivost odvětví na hospodářský cyklus	361

5.1.2.3	Tržní struktura odvětví	364
5.1.2.4	Role regulatorních orgánů	367
5.1.3	Firemní fundamentální analýza	369
5.1.3.1	Metody a modely pro stanovení vnitřní hodnoty akcie	373
5.1.3.1.1	Dividendové diskontní modely	374
5.1.3.1.1.1	Dividendové diskontní modely s nulovým růstem	376
5.1.3.1.1.2	Jednostupňové dividendové diskontní modely	378
5.1.3.1.1.3	Dvoustupňové skokové dividendové diskontní modely	383
5.1.3.1.1.4	Třístupňový lineární dividendový diskontní model	387
5.1.3.1.1.5	H-model	392
5.1.3.1.1.6	Zhodnocení úspěšnosti a užitečnosti dividendových diskontních modelů	401
5.1.3.1.2	Ziskové modely	404
5.1.3.1.2.1	Metody založené na ukazateli P/E ratio	404
5.1.3.1.2.2	Metody založené na ukazateli P/BV ratio	414
5.1.3.1.2.3	Metody založené na ukazateli P/S ratio	420
5.1.3.1.3	Cash flow modely	427
5.1.3.1.3.1	Model Free Cash Flow to Equity (FCFE model)	427
5.1.3.1.3.2	Model Free Cash Flow to Firm (FCFF model) ...	430
5.1.3.1.3.3	Model upravené současné hodnoty volného cash flow (APV model)	434

5.1.3.1.4	Historické modely	439
5.1.3.1.5	Bilanční modely	441
5.1.3.1.5.1	Účetní hodnota	441
5.1.3.1.5.2	Substanční hodnota	442
5.1.3.1.5.3	Likvidační hodnota	445
5.1.3.1.5.4	Reprodukční hodnota	446
5.1.3.1.5.5	Substituční hodnota	446
5.1.3.1.6	Kombinované modely – model nadměrného výnosu (Excess Return Model)	447
5.1.3.1.7	Model s ukazatelem EVA	449
5.1.3.1.8	Ukazatele fundamentální analýzy	456
5.1.3.2	Vstupy pro metody a modely pro stanovení vnitřní hodnoty akcie	460
5.1.3.2.1	Míra růstu dividend, popř. zisku	460
5.1.3.2.2	Míra růstu cash flow	466
5.1.3.2.3	Požadovaná výnosová míra	468
5.1.3.3	Ohodnocování firem ve specifických situacích ..	484
5.1.3.3.1	Mladé, začínající firmy (Start-up Firms) a jejich ohodnocování	485
5.1.3.3.1.1	Analytické problémy při ohodnocování mladých, začínajících firem a jejich zdroje	485
5.1.3.3.1.2	Možnosti řešení analytických problémů při ohodnocování mladých, začínajících firem	488
5.1.3.3.2	Firmy ve ztrátě nebo s nízkým ziskem (Firms with Negative or Low Earnings) a jejich ohodnocování	491
5.1.3.3.2.1	Příčiny vzniku ztráty nebo nízkého zisku ve firmě	491
5.1.3.3.2.2	Analytické problémy při ohodnocování firem vykazujících ztrátu či nízký zisk	493

5.1.3.3.2.3	Možnosti řešení analytických problémů při ohodnocování firem se ztrátou nebo nízkým ziskem	493
5.1.3.3.3	Soukromé, veřejně neobchodovatelné firmy (Private Firms) a jejich ohodnocování	496
5.1.3.3.3.1	Zdroje analytických problémů při ohodnocování soukromých firem	496
5.1.3.3.3.2	Analytické problémy při ohodnocování soukromých firem	497
5.1.3.3.3.3	Některé možnosti řešení analytických problémů při ohodnocování soukromých firem	498
5.1.3.3.4	Bankovní instituce a jejich ohodnocování	507
5.1.3.3.4.1	Specifika při ohodnocování bank	507
5.1.3.3.4.2	Analytické problémy a zvláštnosti při ohodnocování bank	510
5.2	Technická analýza	512
5.2.1	Podstata a základní principy technické analýzy	514
5.2.2	Dow Theory	518
5.2.3	Metody a nástroje technické analýzy	525
5.2.3.1	Grafické metody (charting)	526
5.2.3.1.1	Čárový graf (Line Chart)	532
5.2.3.1.2	Sloupkový graf (Bar Chart)	533
5.2.3.1.3	Point and Figure Chart	534
5.2.3.1.4	Svícový graf (Candlestick Chart)	536
5.2.3.1.5	Equivolume Chart	538
5.2.3.1.6	Kagi Chart	540
5.2.3.1.6	Three Line Break Chart	542
5.2.3.1.7	Renko Chart	543

5.2.3.2	Indikátory technické analýzy	546
5.2.3.2.1	Trendové indikátory a metody na nich založené (trend indicators)	547
5.2.3.2.1.1	MACD (Moving Average Convergence Divergence)	552
5.2.3.2.1.2	Obálky (Envelope)	553
5.2.3.2.1.3	Bollingerovy pásy (Bollinger's Bands)	554
5.2.3.2.2	Cenové indikátory a oscilátory (Price Indicators and Oscillators)	555
5.2.3.2.2.1	Momentum a Price rate of change	556
5.2.3.2.2.2	Index relativní síly	558
5.2.3.2.2.3	Stochastik	561
5.2.3.2.2.4	Commodity Channel Index (CCI)	562
5.2.3.2.3	Objemové indikátory (Volume indicators)	564
5.2.3.2.3.1	On Balance Volume (OBV)	565
5.2.3.2.3.2	Money Flow Index (MFI)	566
5.2.3.2.3.3	Negative Volume Index (NVI)	567
5.2.3.2.4	Sentiment indikátory	570
5.2.3.2.5	Indikátory šíře trhu (Breath indicators)	573
5.2.3.2.5.1	Advance/Decline (A/D) Line	573
5.2.3.2.5.2	McClellanův oscilátor a index	575
5.2.3.2.5.3	Trading index	576
5.3	Psychologická analýza	577
5.3.1	Le Bonova psychologie davu	579
5.3.2	Kostolanyho investiční psychologie	583
5.3.3	Keynesova investiční psychologie	592
5.3.4	Drasnarova investiční psychologie	597
5.3.5	Epsteinové a Garfieldova investiční psychologie	598

5.3.6	Teorie spekulativních bublin	606
5.3.6.1	Tulipánové šílenství (1634–1637)	609
5.3.6.2	Tichomořská bublina (1711–1720)	610
5.3.6.3	Velký krach v říjnu 1929	612
5.3.6.4	Krach 19. října 1987	616
5.3.6.5	Česká spekulativní bublina (1993/1994)	619
5.3.6.6	Technologická bublina z konce a přelomu tisíciiletí	621
5.3.6.7	Prasknutí nemovitostní spekulativní bubliny a finanční krize 2008	623
5.3.7	Pyramidální princip v investování	628
5.3.8	Behaviorální finance	634
5.4	Teorie efektivních trhů	647
5.4.1	Formy (stupně) efektivnosti trhu	648
5.4.2	Podstata a model hypotézy efektivního trhu	650
5.4.3	Charakteristiky efektivního trhu	653
5.4.4	Předpoklady efektivního trhu	656
5.4.5	Anomálie (efekty) narušující efektivnost trhu	657
5.4.6	Události a jevy podporující efektivnost trhu	666
5.4.7	Moderní důkazy neefektivnosti trhu	667
6.	Analýza dluhových instrumentů	669
6.1	Analýza dlouhodobých dluhových instrumentů	669
6.1.1	Základní principy ohodnocování dlouhodobých dluhopisů	670
6.1.2	Alikvótní úrokový výnos	677
6.1.3	Úroková míra jako základní determinanta ceny dluhopisu	679
6.1.4	Výnos z dluhopisu	681
6.1.4.1	Nominální kupónový výnos (Par Yield)	682
6.1.4.2	Běžný výnos (Current Yield)	682
6.1.4.3	Výnos do doby splatnosti (Yield to Maturity)	683
6.1.4.4	Výnos za dobu držby (Holding-period Yield)	685
6.1.4.5	Výnos do doby výpovědi (Yield to Call)	686
6.1.4.6	Ilustrativní příklad: výpočet různých druhů výnosu z dluhopisu	687
6.1.5	Riziko dluhopisu	689
6.1.5.1	Durace	689
6.1.5.2	Konvexita	695

6.1.6	Výnosové křivky	698
6.2	Analýza krátkodobých dluhových instrumentů	701
6.2.1	Základní principy ohodnocování pokladničních poukázek ..	701
6.2.2	Základní principy ohodnocování depozitních certifikátů ...	707
7.	Výnos, riziko a likvidita investičních instrumentů a portfolia	713
7.1	Měření výnosu, rizika a likvidity investičních instrumentů	713
7.1.1	Historická versus očekávaná výnosová míra investičního instrumentu	714
7.1.2	Historické versus očekávané riziko investičního instrumentu	719
7.1.3	Likvidita investičního instrumentu a trhu	736
7.2	Měření výnosu, rizika a likvidity portfolia	737
7.2.1	Výnosová míra portfolia	738
7.2.2	Riziko portfolia	739
7.3	Výnos, riziko a likvidita portfolia v případě mezinárodního investování	751
7.4	Základní principy teorie portfolia	756
7.4.1	Efektivní hranice a efektivní portfolia	758
7.4.2	Optimální portfolio	758
7.4.3	Přímka kapitálového trhu (CML)	761
7.4.4	Přímka trhu cenných papírů (SML)	764
7.4.5	Modifikace modelu CAPM	766
7.4.5.1	T-CAPM model	766
7.4.5.2	Zero-Beta CAPM model	767
7.4.5.3	I-CAPM model	768
7.4.5.4	C-CAPM model	769
7.4.5.5	Int-CAPM model	769
7.4.5.6	IP-CAPM model	771
7.4.5.7	LAPM model	772
7.4.6	APT model	774
7.4.7	Fama-French tří-faktorový model	777
8.	Investiční bankovníctví	780
8.1	Obchodník s cennými papíry	781
8.2	Investiční služby	790
8.3	Pravidla pro jednání obchodníka s cennými papíry a poskytování investičních služeb	798
8.4	MiFID a MiFID II	800

9. Kolektivní investování	805
9.1 Vznik a vývoj kolektivního investování	805
9.2 Vymezení a zhodnocení kolektivního investování	813
9.3 Subjekty kolektivního investování	815
9.3.1 Investiční společnost	816
9.3.2 Investiční fond	817
9.3.3 Depozitář fondu	825
9.3.4 Klasifikace fondů	827
9.4 Měření výkonnosti a analýza fondů	838
9.5 Penzijní fondy a penzijní společnosti	844
10. Statistické metody a nástroje pro analýzu kapitálových trhů	860
10.1 Formulace ekonometrického modelu	862
10.2 Konstrukce ekonometrického modelu	862
10.3 Klasický model lineární regrese	864
10.3.1 Model jednoduché regrese	865
10.3.2 Předpoklady klasického lineárního modelu (KLM)	868
10.3.3 Další tvary regresních funkcí	869
10.3.4 Vícenásobná regrese	870
10.3.5 Odhady regresních parametrů	870
10.3.6 Hodnocení kvality modelu	871
10.3.6.1 Grafy reziduí	872
10.3.6.2 Charakteristiky vlivných pozorování	873
10.3.6.3 Multikolinearita	873
10.3.6.4 Výběr podmnožiny vysvětlujících proměnných ...	874
10.3.7 Předpovědi	875
10.3.8 Kvalitativní proměnné v regresi	875
10.3.9 Příklad	876
10.4 Ekonometrická zobecnění lineární regrese	883
10.4.1 Heteroskedasticita	883
10.4.2 Autokorelace	884
10.4.2.1 Durbinův-Watsonův test	884
10.4.2.2 Test Breusche-Godfreye	885
10.5 Jednorozměrné modelování časových řad	886
10.5.1 Koncepty Boxovy-Jenkinsonovy metodologie	887
10.5.1.1 Stacionarita	887
10.5.1.2 Autokovarianční a autokorelační funkce	887
10.5.1.3 Bílý šum	888
10.5.1.4 Parciální autokorelační funkce (PACF)	888

10.5.2	Základní modely Boxovy-Jenkinsonovy metodologie	889
10.5.2.1	Proces klouzavých průměrů (MA)	889
10.5.2.2	Autoregresní proces (AR)	889
10.5.2.3	ARMA procesy	890
10.5.2.4	Shrnutí a odlišení AR, MA a ARMA	891
10.5.2.5	Procesy ARIMA	891
10.5.2.6	Náhodná procházka	892
10.5.3	Informační kritéria pro výběr modelu	892
10.5.4	Tvorba modelů Boxovy-Jenkinsonovy metodologie	893
10.5.4.1	Identifikace modelu	893
10.5.4.2	Odhad parametrů	894
10.5.4.3	Diagnostika modelu	894
10.5.5	Předpovědi v rámci Boxovy-Jenkinsonovy metodologie .	894
10.5.6	Příklad	895
10.6	Modelování volatility	900
10.6.1	Modely ARCH	901
10.6.1.1	Test efektu ARCH	902
10.6.1.2	Odhad modelu ARCH a předpovědi	902
10.6.1.3	Příklad modelu ARCH	902
10.6.2	Modely GARCH	905
10.6.2.1	Odhad modelu GARCH a předpovědi	905
10.6.2.2	Příklad modelu GARCH	906
10.6.2.3	Rozšíření modelu GARCH	908
10.7	Úvaha o kvalitě mechanických předpovědí	908
10.8	Měření rizika	909
10.8.1	VaR	909
10.8.2	Podstata VaR	910
10.8.3	Možnosti výpočtu VaR	911
10.8.3.1	RiskMetrics	911
10.8.3.2	Ekonometrický přístup	912
10.8.4	Příklad	912
	Summary	914
	Seznam použité literatury a zdrojů	917
	Rejstřík	940

Úvod

*Nejcennější zboží, které já znám,
jsou informace.¹*

Žijeme ve společnosti, kde úspěch v jakékoliv naší činnosti je zásadně ovlivněn kvalitou, aktuálností a adekvátností informací a znalostí, které máme. S výše uvedeným tvrzením G. Gekka, kterým velmi trefně oceňuje význam informací ve finančním světě, bude většina lidí patrně souhlasit, a to i přesto, že se jinak jedná o tvrzení vyslovené fiktivní zápornou filmovou postavou nelegálního burzovního obchodníka. Chceme-li být úspěšní v praxi, každý i velmi prakticky orientovaný člověk potvrdí, že je nutno nejprve zvládnout také základy teorie. Na druhé straně je jasné, že samotná teorie bez praktických zkušeností a znalostí úspěch také v žádném případě nezaručí. V rukou držíte knihu, která vám může poskytnout ucelený souhrn zejména teoretických informací, tedy jakýsi teoretický základ obsahující podstatu fungování kapitálových trhů, specifika instrumentů na nich obchodovaných a objasnění role subjektů, které se na kapitálových trzích pohybuji.

Příznivé přijetí prvního, ale také druhého, aktualizovaného vydání této knihy mne samozřejmě velice potěšilo. Také z osobních setkání a rozhovorů se čtenáři pro mě plyne poznatek, že první a druhé vydání knihy bylo napsáno srozumitelným a čtivým způsobem a že logika obsahu a řazení kapitol knihy byly čtenáři pochopeny. Je zřejmé, že kniha si je schopna opakovaně – i na dnešním trhu se širokou nabídkou finančních knižních titulů – najít určitý okruh čtenářů, kterým, doufám pomohla hlouběji proniknout do ne právě jednoduché podstaty nesporně zajímavého, rozsáhlého a fenomenálního světa kapitálových trhů. Dovoluji si vyslovit naději, že i třetí, opět aktualizované a rozšířené vydání knihy *Investování na kapitálových trzích* si najde své čtenáře, pro které bude toto vydání zajímavé, čtivé a především užitečné.

Cílem této publikace je nabídnout čtenáři ucelený pohled na problematiku kapitálových trhů, vysvětlit základní a výchozí otázky a aspekty jeho fungování, nicméně ovšem také uvést čtenáře do světa instrumentů, jež jsou zde obchodovány, včetně základních principů jejich analýzy, a zároveň nabídnout

¹ Gordon Gekko ve filmu *Wall Street* (1987), 29. minuta, režisér Oliver Stone.

blíží pohled na nejdůležitější institucionální investory, kteří se na kapitálovém trhu pohybují, a to včetně pohledu na jejich obecný kritériální systém, měření výnosu rizika a likvidity instrumentů a portfolia, a statistické metody a nástroje, které pro analýzu kapitálových trhů využívají.

Kniha byla napsána s primárním záměrem využít ji jako učební pomůcku pro kurzy Finanční nebo Kapitálové trhy, popř. pro další obsahově příbuzné předměty, nicméně mou snahou zároveň bylo napsat knihu srozumitelným způsobem, aby si ji bez problémů mohl přečíst kdokoli, kdo se třeba i jako začátečník o problematiku kapitálových trhů zajímá. Pro názornější přiblížení vysvětlovaných problémů jsou zejména kapitoly pátá, šestá, sedmá a desátá doplněny o ilustrativní příklady, které srozumitelně ukazují praktické použití vysvětlovaných vzorců a postupů na číselných datech.

Kniha *Investování na kapitálových trzích*, která se vám dostává do rukou, je rozdělena do 10 základních kapitol. Uspořádání těchto kapitol sleduje následující logiku, kterou jsem se snažila i v tomto třetím vydání knihy zachovat: trhy v obecné a poté v konkrétní rovině, instrumenty, jejich ohodnocování a výběr, vybraní institucionální investoři a poskytovatelé investičních služeb a jejich úloha na kapitálových trzích a na závěr statistické metody a nástroje využitelné pro analýzu kapitálových trhů.

První kapitola knihy přináší ucelený pohled na podstatu finančního trhu, jeho strukturu, funkce a význam. Zmíněna je i otázka regulace finančního trhu, která je zde oproti předchozím vydáním dále podrobněji rozpracována. Tato kapitola obsahuje pouze zúžený a zestručněný pohled na finanční trh, nicméně je podle mého názoru nezbytná a důležitá pro uvedení problematiky kapitálových trhů, na kterou se následující kapitoly již téměř výlučně zaměřují.

Druhá kapitola nabízí spíše teoretické, avšak poměrně podrobné a pro pochopení dalšího textu nutné pojmové vymezení burzovních a mimoburzovních trhů s detailním zaměřením na burzovní systém a jeho jednotlivé prvky.

V konkrétní rovině se na vybrané burzovní trhy podrobně soustřeďuje třetí kapitola, která na kapitolu druhou úzce navazuje a rozvíjí ji. Uvedená třetí kapitola umožní čtenáři podrobně se seznámit s principy fungování a burzovním systémem obou českých burzovních trhů, vybraných burz středoevropského regionu a také s principy fungování a burzovním systémem nejvýznamnějších světových burzovních trhů a vybraných burzovních aliancí. V porovnání s prvním, ale i druhým vydáním knihy tato kapitola doznala značných změn a rozšíření, což je důsledkem zásadních proměn a dynamického vývoje burzovních trhů, ke kterým v posledních letech došlo.

Kapitoly čtvrtá, pátá a šestá jsou věnovány investičním instrumentům. Čtvrtá kapitola obsahuje základní charakteristiku těchto instrumentů, která je nutným

předpokladem pro pochopení principů ohodnocování a pro vhodný výběr instrumentů. Mohutné a stále přetrvávající inovační procesy na kapitálových trzích soustavně zajišťují neustálé rozrůstání skupiny investičních instrumentů, což bylo v porovnání s předchozími vydáními knihy zohledněno i v této kapitole.

Pátá kapitola umožňuje čtenáři blíže nahlédnout do oblasti analýz akciových instrumentů. Vedle sebe jsou zde poměrně podrobně prezentovány tři existující přístupy pro analýzu kurzových pohybů akciových instrumentů – fundamentální analýza, technická analýza a psychologická analýza, která je chápána jako součást nového směru behaviorálních financí. Nechybí zde ani zmínka o teorii efektivních trhů, která představuje kontroverzní přístup pro vysvětlení pohybů akciových kurzů oproti uvedeným třem druhům akciových analýz. Nezanedbatelný rozsah této páté kapitoly je již pouze zřetelným odrazem mé několikaleté specializace na uvedenou oblast akciových analýz.

Šestá kapitola se pokouší čtenáři přiblížit základní principy ohodnocování dlouhodobých a krátkodobých dluhových instrumentů s tím, že početnější a významnější skupině dlouhodobých dluhových instrumentů je zde samozřejmě věnován větší prostor. Tato kapitola je pojata jako nezbytný doplněk páté kapitoly, a to o specifika analýzy jednotlivých dluhových instrumentů (tedy jednotlivých titulů), které nemohla zmiňovat předchozí pátá kapitola zaměřená na akcie.

Sedmá kapitola se zaměřuje na rozbor obecného kritériálního systému investora tvořeného výnosem, rizikem a likviditou, a to ve vztahu k instrumentu, ale i ve vztahu k celému portfoliu. Z teoretického i praktického (s využitím číselných příkladů) hlediska jsou zde objasněny základní postupy měření a zohlednění výnosu, rizika a likvidity instrumentu i portfolia. Zmíněn je zde také mezinárodní aspekt investování a jeho dopad na výnos a riziko portfolia. Teorie portfolia je v této kapitole rozšířena o základní charakteristiku modelu CAPM a jeho modifikací a o vysvětlení podstaty modelu APT a Fama-French třífaktorového oceňovacího modelu.

Prostřednictvím nové osmé kapitoly se má čtenář možnost seznámit s podstatou investičního bankovníctví a s činností a vymezením obchodníků s cennými papíry. Značný prostor v této kapitole je věnován také aktivitám obchodníků s cennými papíry, tedy objasnění investičních služeb, které obchodníci s cennými papíry svým klientům poskytují. Dále se osmá kapitola zabývá pravidly pro fungování a činnost obchodníků s cennými papíry a také pravidly jejich jednání s klienty. Na závěr přináší osmá kapitola přehled nejdůležitějších ustanovení směrnice MiFID a MiFID II. a jejich dopadů do činnosti obchodníků s cennými papíry.

Další nová, devátá kapitola knihy si všímá dnes dynamicky rostoucího odvětví kolektivního investování. Nejprve zmíněná kapitola čtenáři nabídne stručný přehled historie kolektivního investování včetně vymezení samotného

pojmu kolektivního investování, výhod a nevýhod s ním spojených. Podstatná část deváté kapitoly je věnována vysvětlení podstaty, role a činnosti jednotlivých subjektů kolektivního investování v podobě investičních společností, investičních fondů a depozitářů fondů. Poté se devátá kapitola pokouší nabídnout přehled a vysvětlení nejpoužívanějších metod pro měření výkonnosti a analýzu portfolií fondů. Na závěr se devátá kapitola dotkne role a činnosti penzijních fondů a penzijních společností na kapitálových trzích.

O sepsání další nové, desáté kapitoly jsem požádala kolegyni Alžbětu Zíkovou, která se specializuje na statistiku. Tato kapitola čtenáři umožní, aby se seznámil se statistickými metodami a nástroji, které jsou nejčastěji používány při analýze finančních dat a vztahů z kapitálových trhů. Kapitola se zaměřuje zejména na regresní analýzu v její klasické podobě (KLM) i podobě zobecněné, používané zejména pro analýzu časových dat. Data sledovaná v čase bez závislosti na dalších aspektech se běžně analyzují pomocí Box-Jenkinsonovy metodologie, která je v textu rozšířena o modelování volatility pomocí ARCH a GARCH modelů. Závěr kapitoly je věnován zamyšlení nad kvalitou předpovědi mechanicky vytvořených pomocí (dokonalého) modelu, ovšem ne vždy platných a použitelných. Posledním nástrojem analýzy finančních dat je měření rizika, pro nějž je popsán přístup VaR s oběma nejčastěji využívanými přístupy – ekonometrickým a RiskMetrics. Desátá kapitola je doplněna různými příklady z praxe pro jednodušší uchopení rozsáhlé problematiky.

Finanční trhy a v rámci nich pak zejména trhy kapitálové patří k nesledovanějším, ale také k nejpřitažlivějším oblastem tržní ekonomiky, což je bezpochyby zapříčiněno jejich nezastupitelnou a stěžejní rolí, kterou v ní sehrávají. O složitém a spletitém světě finančních nebo pouze zúženě kapitálových trhů již byly napsány tisíce knih, popsány stohy papíru, natočeno mnoho reportáží a filmů. A mnoho dalších knih, publikací, reportáží a filmů o uvedených trzích jistě ještě vytvořeno bude. Obrovský a v žádném případě neutuchající zájem akademiků a teoretiků o studium problematiky finančních, popř. kapitálových trhů je podmíněn pro někoho obrovským významem a stěžejní rolí těchto trhů v rámci ekonomiky, pro někoho jiného potenciální možností dosáhnout zde vysokých zisků, tedy možností získat bohatství, pro jiného pak nutností nastudovat fungování a vztahy na finančních a kapitálových trzích pro úspěšné složení předepsaných zkoušek, a konečně zájem někoho dalšího může být probuzen bouřlivým rozvojem a zásadními proměnami, kterými dané trhy v posledních desetiletích procházejí. Ať je účel, který vás přivedl ke studiu této knihy, jakýkoliv, přeji vám při studiu mnoho nových poznatků a úspěchů.

1. FINANČNÍ TRH

*Největší nebezpečí na finančních trzích dnes je,
že je příliš mnoho peněz v rukách,
které s nimi neumějí zacházet.
Než člověk burzu skutečně pochopí a snad
i trochu zvládne, musí zaplatit velmi vysoké školné.*

A. KOSTOLANY²

Finanční trh lze bez nadsázky označit jako fenomén, který poutá zájem investorů, regulátorů a akademiků již po celá staletí. Lákavá vidina dosažených zisků funguje jako magnet spolehlivě přitahující investory znovu a znovu na finanční trhy, kde se pokoušejí zhodnotit své volné finanční prostředky, své úspory. Investoři se tak na finančních trzích opakovaně vzdávají současné hodnoty svých finančních prostředků, jejichž vlastnictví mají zaručeno, v naději a očekávání, že jako odměnu za svou oběť v budoucnu obdrží své investované úspory zpět, ovšem navýšené o výnos. Očekávání investorů, že budoucí hodnota jimi vložených finančních prostředků bude vyšší než jejich současná hodnota, je podstatou a zároveň motivem k investování. Nicméně vyšší budoucí hodnota, tedy zhodnocení volných finančních prostředků, není na finančním trhu zpravidla zaručena. Je třeba uvážit, že u každé činnosti lze vždy rozlišit dvě stránky, světlou a stinnou. Nejinak je tomu také v případě investování. Zatímco investiční aktivity jedné skupiny investorů jsou korunovány úspěchem, druhým finanční trh, štěstěna, jejich pochybení či exogenní faktory mohou přinést hořkou ztrátu. Je samozřejmé, že úspěch investiční činnosti je toužebným přáním většiny investorů. Za jeden z hlavních předpokladů úspěchu při investování na finančních trzích, jehož splnění investor může ovlivnit, je možné považovat podrobnou znalost a porozumění složitému mechanismu fungování finančního trhu v ekonomice včetně veškerých souvisejících aspektů. Jde o jeden z předpokladů úspěchu v procesu investování, k jehož naplnění by měla přispět i tato publikace.

² KOSTOLANY, A. *Kostolanyho burzovní seminář*. Havlíčkův Brod: Mirage, 2000, s. 178 a KOSTOLANY, A. *Peníze a burza: umění, jak přijít k bohatství*. Liberec: Mirage, 2007, s. 287.

Nejdůležitější a nejmarkantnější roli sehrává finanční trh v tržní ekonomice. Je citlivým barometrem stavu, dosavadního vývoje a budoucích perspektiv dané ekonomiky. Je místem, na které směřují toky finančních prostředků z dalších trhů a od různých subjektů v ekonomice, je místem, ze kterého po přerozdělení finanční prostředky na další trhy a k různým subjektům opět plynou. Je tedy zřejmé, že role finančního trhu ve fungující tržní ekonomice je zcela stěžejní, nenahraditelná.

Jednu z nejdiskutovanějších, nejzkoumanějších, nejrozmanitějších a nejzajímavějších součástí finančních trhů představují kapitálové trhy. Jde o součást finančních trhů, která bude zejména předmětem našeho zájmu v dalším textu. Nejprve si však pro lepší představu a pochopení vzájemných vztahů a souvislostí krátce vysvětlíme podstatu finančního trhu, jeho strukturu, funkce a význam. Krátce se zmíníme i o problematice regulace finančních trhů. V dalších subkapitolách se však již soustředíme přímo na kapitálové trhy, a to jak z hlediska jejich podstaty, funkcí, druhů, významu, historického vývoje, ale rovněž se blíže zastavíme u instrumentů, které jsou na kapitálových trzích obchodovány, dále u typických subjektů, jež se obchodování na kapitálových trzích v různých rolích účastní, a rovněž si objasníme podstatu a základní principy postupů a metod, které slouží k pochopení a prognózování pohybů kurzů investičních instrumentů obchodovaných na kapitálových trzích.

1.1 Podstata, funkce a význam finančního trhu

Finanční trh je, jak již bylo zmíněno, jedním z komplexu několika trhů, které jsou v rámci tržní ekonomiky zpravidla rozlišovány. Jedno z možných pojetí rozeznává v tržní ekonomice trh výrobků a služeb, trh práce a půdy a právě trh kapitálu, tedy trh finanční. Uvedené trhy fungují v tržní ekonomice vedle sebe, vzájemně se podmiňují, ovlivňují a doplňují. Toky finančních prostředků tři uvedené tržní segmenty navzájem propojují. Na finanční trh přicházejí finanční prostředky dočasně v různém množství a čase od domácností, firem a vlád, k nimž se po určitém čase opět za určitých podmínek navracejí. Domácnosti na trhu výrobních faktorů nabízejí práci, popř. půdu, za něž obdrží finanční prostředky, které mohou investovat na finančním trhu nebo si za ně na trhu výrobků a služeb mohou koupit zmíněné produkty. Firmy (a s jistou modifikací i vlády) na trhu výrobních faktorů získávají výrobní faktory, za které platí. Za svou produkci prodanou na trhu výrobků a služeb inkasují tržby. Na finančním trhu pak umisťují své finanční přebytky, nebo zde naopak získávají

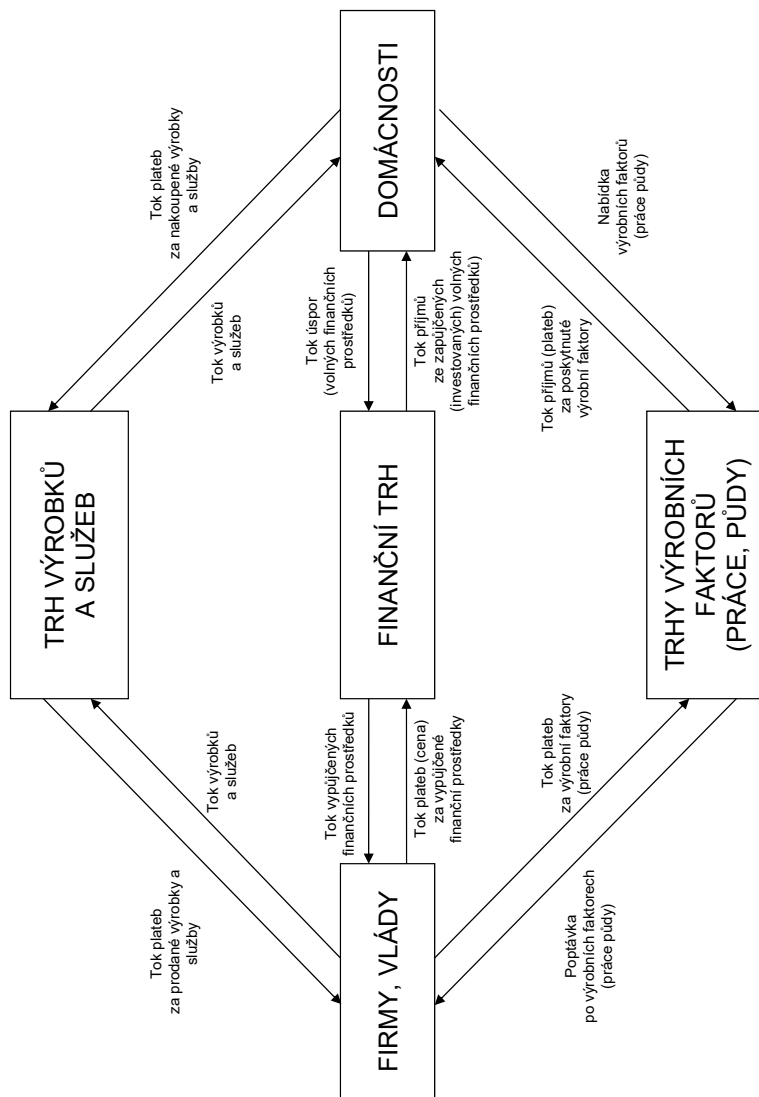
volné finanční prostředky. Pohyb finančních prostředků mezi jednotlivými trhy a subjekty v ekonomice a zároveň propojení finančního trhu s ostatními trhy a jednotlivými subjekty přibližuje obrázek č. 1.1.

Na finanční trh vstupuje s různými motivy a záměry několik subjektů. Část z těchto subjektů lze označit jako **přebytkové** jednotky. Jde o subjekty, které mají přebytek volných finančních prostředků, pro které v tomto okamžiku nemají uplatnění, a proto jsou ochotny tyto volné zdroje zapůjčit jinému subjektu, tedy je investovat. Tyto přebytkové jednotky jsou v ekonomice zdrojem úspor. Zjednodušeně lze přebytkové jednotky označovat jako investory, popř. jako věřitele, a to ať už v podobě domácností, bank, obchodníků s cennými papíry, fondů, pojišťoven, firem, států aj., kteří své volné finanční prostředky investují na různě dlouhý časový horizont. Přebytkové jednotky (investoři) by při rozhodování o svých investicích měly vždy uplatňovat kritéria výnosu, rizika a likvidity. Opomenutí či nedocenení některého z těchto kritérií může investorům přinést katastrofální ztráty.

Dalším subjektem, který najdeme na finančním trhu, jsou **deficitní jednotky**. Na rozdíl od přebytkových jednotek se v případě deficitních jednotek jedná o subjekty, které v současnosti pociťují nedostatek volných finančních prostředků. Právě na finančním trhu se deficitní jednotky pokoušejí volné finanční prostředky získat, což jim umožní realizovat jejich záměry. Velkou část deficitních jednotek mohou představovat emitenti, ať už v podobě firem, státu, bank, nebo územně samosprávných celků. Pro deficitní jednotky lze používat označení emitent pro subjekty, které vydávají (emitují) určitý druh cenných papírů, popř. označení dlužník, které je širší a je možné ho použít i pro deficitní jednotky, které nedostatek finančních prostředků řeší čerpáním úvěru. Důležitými kritérii, která při získávání volných finančních zdrojů zohledňují deficitní jednotky, jsou náklady spojené se získáváním volných finančních prostředků a časový horizont, na který deficitní jednotky tyto finanční prostředky získávají.

Třetí skupinou subjektů, které se na finančním trhu objevují, jsou **bankovní a nebankovní zprostředkovatelé**, popř. poskytovatelé finančních služeb. Jejich úkolem je napomoci přesunu volných finančních prostředků od přebytkových jednotek k jednotkám deficitním s minimálními transakčními (např. zprostředkovatelské poplatky, emisní náklady, poplatky za právní, administrativní služby) a informačními náklady. V důsledku zapojení zprostředkovatelů do procesu přelévání volných finančních prostředků mezi přebytkovou a deficitní jednotkou by mělo dojít ke snížení rizik, a to zejména pro přebytkové jednotky.

Obrázek č. 1.1 Pohyb finančních prostředků mezi trhy a subjekty v ekonomice



Pramen: Upraveno podle Rose, P. S. Peněžní a kapitálové trhy. Praha: Victoria Publishing, 1994, s. 19

Pokud zprostředkovatelé jako spojovací článek mezi přebytkové a deficitní jednotky nevstupují, mohou nastat komplikace v alokaci volných finančních prostředků. Za bankovní zprostředkovatele jsou považovány banky, spořitelny, záložny, finanční a úvěrové ústavy. Roli nebankovních zprostředkovatelů hrají pojišťovny, nebankovní obchodníci s cennými papíry, investiční společnosti, investiční fondy, podílové fondy či penzijní fondy.

Hlavním úkolem finančního trhu v tržní ekonomice je tedy zabezpečovat přesun volných finančních prostředků od přebytkových jednotek k jednotkám deficitním, a tím napomáhat efektivnímu využití všech volných finančních prostředků v ekonomice a hladkému chodu ekonomiky. Na efektivnost, které může být na finančním trhu za určitých podmínek dosaženo, lze pohlížet z několika hledisek a ve vztahu k těmto různým úhlům pohledu pak je možné hovořit a sledovat hned několik druhů efektivnosti. Na finančním trhu lze tedy posuzovat:

1. **Alokační efektivnost**, která vyžaduje, aby volné finanční prostředky byly přesunuty k té deficitní jednotce, která nabídne nejvyšší rizikově očištěný výnos, tedy nejvyšší zhodnocení vložených prostředků při respektování rizika.
2. **Operační efektivnost**, již je dosaženo, jsou-li volné finanční prostředky od přebytkových jednotek k jednotkám deficitním alokovány s minimálními transakčními náklady.
3. **Informační efektivnost**, jež je posuzována ve vztahu k rychlosti a adekvátnosti reakce kurzů investičních instrumentů (např. cenných papírů) na novou, neočekávanou informaci. Jako informačně efektivní lze označit trh, kde kurzy investičních instrumentů téměř okamžitě (skokově, prudce) reagují na novou, neočekávanou informaci. Přízpůsobení kurzů je tedy okamžité, proběhne ještě týž den, kdy je nová, neočekávaná, kurzotvorná informace oznámena.

Finanční trh lze vymezit jako souhrn investičních instrumentů a produktů, institucí, postupů a vztahů, při nichž dochází k přelévání volných finančních zdrojů mezi přebytkovými a deficitními jednotkami na dobrovolném smluvním základě. V užším pojetí bývá finanční trh chápán jako trh krátkodobých a dlouhodobých cenných papírů, trh finančních derivátů a dalších tržních segmentů v podobě devizového trhu a trhu reálných aktiv. V širším pojetí je pak do okruhu finančních trhů zahrnován rovněž trh krátkodobých a dlouhodobých úvěrů. V současné literatuře se objevují obě pojetí finančního trhu.

Investiční instrument (nástroj) bývá teoreticky vymezován jako aktivum, které investorovi přináší nějaký nárok na budoucí příjem, a to ať již se jedná o příjem v podobě dividend, kuponových plateb, kurzových zisků, nebo

úroků a splátek jistin. Veškeré investiční instrumenty lze rozdělit do dvou nesourodých skupin, a to na finanční instrumenty a reálné instrumenty (aktiva).

Do mnohem početnější skupiny **finančních instrumentů**, které zpravidla nemají hmotnou, hmatatelnou podobu, lze např. zařadit různé druhy cenných papírů (vyjma zbožové cenné papíry, které nejsou investičním instrumentem, neboť pouze ztělesňují právo disponovat s nějakou věcí), finanční deriváty, pojišťovací kontrakty, termínové nebo spořicí účty apod. Nejtypičtějším představitelem finančních instrumentů je cenný papír. Z obecného hlediska cenný papír ztělesňuje právní nárok jeho majitele vůči subjektu, který je v něm zavázán. Pro vznik, existenci, převod a zánik uvedeného nároku je cenný papír nenahraditelný. V ČR v obecné rovině definuje cenný papír § 514 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, podle kterého je cenný papír listina, se kterou je právo spojeno takovým způsobem, že je po vydání cenného papíru nelze bez této listiny uplatnit ani převést. Příslušná zákonná úprava dále může taxativně uvést instrumenty, které jsou za cenné papíry zejména považovány³. Jako konkrétní příklady cenných papírů bychom z teoretického hlediska mohli např. uvést akcie, zatímní listy, podílové listy, dluhopisy, investiční kupóny, kupóny, opční listy, směnky, šeky, náložné listy, skladištní listy, zemědělské skladní listy. Cenný papír může být emitován ve formě na doručitele (na majitele), na jméno nebo na řad, pokud to příslušná zákonná úprava připouští.

Mezi **reálné instrumenty**, které zpravidla mají hmotnou, hmatatelnou podobu, lze např. zařadit různé formy investic do drahých kovů, drahokamů, uměleckých sbírek, nemovitostí nebo nerostných surovin a produktů.

V tržní ekonomice vykonává fungující finanční trh několik nezastupitelných funkcí. Jde o tyto základní funkce:

- **Shromáždňovací** – na finančním trhu dochází k dočasnému shromáždění volných finančních prostředků předtím, než budou distribuovány k deficitním jednotkám, které pro ně mají uplatnění.
- **Alokační** – na finančním trhu je zajištěn přesun volných finančních prostředků od přebytkových jednotek, které pro ně v daném okamžiku nemají uplatnění, k deficitním jednotkám, které uplatnění mají, a to na základě kritérií v podobě výnosu, rizika a likvidity. Volné finanční prostředky by tedy měla získat ta deficitní jednotka, která nabídne co nejvyšší výnos při co nejnižším riziku a co nejvyšší likviditě.
- **Obchodní (likvidity)** – finanční trh zabezpečuje obchodovatelnost investičního instrumentu. Investor má tedy kdykoliv možnost nákupu a poté

³ V ČR před rokem 2014 jmenovitě cenné papíry vymezoval zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech.

prodeje investičního instrumentu, což umožňují sekundární trhy. Pomocí sekundárního trhu má investor zajištěnu možnost přeměny nelikvidního aktiva v podobě akcie, dluhopisu, podílového listu na hotovost.

- **Cenotvorná (informační)** – finanční trh umožňuje, aby došlo ke střetu nabídky a poptávky po určitém instrumentu, jehož výsledkem je stanovení ceny tohoto instrumentu. Cena, která se na trhu vytvořila, přináší důležitou informaci jak pro mikroekonomické subjekty (investory, emitenty), tak pro makroekonomické subjekty (CEB, vláda, další regulační orgány). Na základě znalosti kurzu (ceny) cenných papírů je investor schopen kalkulovat dosažený výnos, popř. úroveň rizika. Emitent je schopen se stejnou znalostí odvodit a posoudit cenu vlastního, popř. cizího kapitálu. Makroekonomickým subjektům přináší informace o kurzech (cenách) instrumentů cenné údaje, které lze využít při aplikaci měnové či fiskální politiky, popř. při zajišťování kontroly a dohledu.
- **Diverzifikace rizika** – tato funkce finančního trhu spočívá v rozptýlení neboli rozmělnění investičního rizika. K diverzifikaci rizika dochází tehdy, pokud investor své volné finanční prostředky investuje do většího množství různých instrumentů, jejichž výnosové míry nejsou silně pozitivně korelovány (vhodná je jejich negativní, popř. alespoň neutrální korelace). Možnost vytvořit si své portfolio z více různorodých instrumentů nabízí právě finanční trh.
- **Realizace vlastnických práv** – finanční trh umožňuje volnou dispozici s investičními instrumenty – jejich nákup a prodej v jakémkoliv okamžiku. Finanční trh svými cenovými pohyby dává akcionářům možnost vyvíjet tlaky na manažery, kteří danou společnost řídí, aby lépe a kvalitněji řídili a spravovali akciovou společnost ve prospěch akcionářů, což se projeví v růstu cen akcií a tržní hodnoty společnosti. Prostřednictvím finančního trhu tak akcionáři mohou prosazovat svá základní akcionářská práva a cíle.
- **Funkce uchovatele hodnoty** – některé investiční instrumenty jsou schopny lépe (některá reálná aktiva) jiné hůře (cenné papíry s fixním výnosem) uchovávat kupní sílu vložených finančních prostředků v situaci inflace, a tím částečně snížit její negativní dopad na investora.
- **Depozitní** – finanční trh nabízí různě výnosné, různě rizikové a různě likvidní možnosti pro ukládání, resp. investování úspor od přebytkových jednotek.

Pokud by neexistoval finanční trh, docházelo by k problémům s alokací finančních zdrojů, protože ani na straně přebytkových a ani na straně deficitních jednotek by nebyl motiv půjčovat či vypůjčovat si finanční prostředky. Deficitní a přebytkové jednotky by měly problémy se vzájemně kontaktovat,

nalézt protistranu. I pokud by pohyb volných finančních prostředků mezi oběma jednotkami nastal, nebylo by u všech těchto transakcí zabezpečeno, aby volné zdroje směřovaly k té deficitní jednotce, která nabídne co nejvyšší zhodnocení. Pohyb volných finančních prostředků, pokud by k němu došlo, by byl spojen s obrovským rizikem a s vysokými transakčními náklady. Bez existence sekundárních trhů by nemohla být zajištěna likvidita investičních instrumentů, což by určitě snížilo ochotu přebytkových jednotek půjčovat volné finanční prostředky. Hlavní **význam fungujícího finančního trhu** tedy lze spatřovat v zajištění efektivní alokace volných finančních prostředků od subjektů, které pro ně efektivní využití v daném okamžiku nemají, k subjektům, které nabídnou jejich maximální rizikově přizpůsobené zhodnocení s minimalizovanými transakčními náklady a se zajištěním likvidity.

1.2 Struktura finančního trhu

Pro detailnější poznání podstaty a porozumění fungování finančního trhu je nezbytné tento trh z různých hledisek členit na odlišné tržní segmenty. Jednotlivá hlediska pro členění se mnohdy překrývají nebo jsou navzájem propojena, nicméně vymezení jednotlivých tržních segmentů je velice cennou pomůckou pro objasnění základních pojmů a souvislostí na finančním trhu a rovněž i pomůckou pro vytvoření přehledu o celkové **struktuře** finančního trhu. Zaměřme se nyní podrobněji na jednotlivá členění finančního trhu podle nejpoužívanějších kritérií.

Podle způsobu a postupu, jakými jsou alokovány volné finanční prostředky mezi přebytkovou a deficitní jednotkou, je možné hovořit o:

1. **Přímé alokaci finančních zdrojů**, při které dochází k přímému pohybu volných finančních prostředků od přebytkové jednotky (věřitele) k jednotce deficitní (dlužníku). Deficitní jednotka emituje např. nějaký druh cenného papíru, který ztělesňuje její závazek, a přebytková jednotka zaplatí deficitní jednotce za tento cenný papír hotovostí. Konkrétně se může např. jednat o zapůjčení finančních prostředků proti dlužnímu úpisu, nákup krátkodobých či dlouhodobých dluhopisů přímo od jejich emitenta (podniku, banky). Jedná se o nejjednodušší způsob přesunu volných finančních prostředků od investora k emitentovi, nicméně, jde o způsob alokace, který je provázen celou řadou problémů, počínaje vyhledáním, kontaktováním a prověřením obou partnerů a konče sladěním požadavků a parametrů celé transakce, co se týká množství, ceny a doby, na kterou budou poskytnuty volné finanční prostředky. V souvislosti s přímou, popř. polopřímou alokací volných

finančních zdrojů se hovoří o **privátních finančních trzích nebo o trzích cenných papírů** a o **primárních investičních instrumentech** (instrumentech emitovaných jediným, prvotním emitentem), které se na těchto privátních finančních trzích vyskytují. Je-li na finančních trzích alokace volných finančních prostředků prováděna přímo bez klíčové účasti zprostředkovatele, používá se pro tyto trhy rovněž označení **M-systém** (Market-Based System).

2. **Polopřímé alokaci finančních zdrojů**, která představuje jakýsi mezistupeň mezi alokací přímou a nepřímou, resp. pokouší se minimalizovat nevýhody a problémy přímé alokace. Přebytkové jednotky (věřitelé) a deficitní jednotky (dlužníci) se již mezi sebou přímo nesetkávají, ale využívají služeb prostředníka. Prostředník představuje zdroj informací, a to jak pro přebytkové, tak pro deficitní jednotky, hledá a kontaktuje potenciální zájemce o koupi nebo prodávající cenných papírů. Velice často se prostředníci v podobě investičních bank nebo obchodníků s cennými papíry různým způsobem zapojují do emisních obchodů a umísťují a rozprodávají části velkých emisí různým investorům. Jejich role je však nepřímá, zprostředkovatelská. Pro přebytkovou i deficitní jednotku je tento způsob alokace levnější a pružnější než alokace přímá bez prostředníka, nicméně jisté problémy ve shodě požadavků obou stran transakce zde mohou, ač v menší míře, přetrvávat. Typickým znakem polopřímé alokace je, že na trhu obíhají stále pouze **primární investiční instrumenty**. I v případě polopřímé alokace finančních zdrojů lze stále hovořit o **trzích cenných papírů** nebo o **M-systému**, jehož funkčnost a efektivnost je zvyšována nepřímou účastí či asistencí zprostředkovatelů. Tento způsob alokace volných finančních prostředků je hojně využíván ve Velké Británii a v USA.
3. **Nepřímé alokaci finančních zdrojů**, kde v rozhodující roli vystupují zprostředkovatelé v podobě bank, spořitelén, pojišťoven, investičních a penzijních fondů apod., kteří svými aktivitami zajišťují hladký přesun volných finančních prostředků od přebytkových k deficitním jednotkám. Od deficitních jednotek finanční zprostředkovatelé nakupují primární investiční instrumenty. Samotní finanční zprostředkovatelé emitují své sekundární investiční instrumenty, které nabízejí přebytkovým jednotkám. Za hotovost, kterou získají od přebytkových jednotek, mohou skupovat primární investiční instrumenty od jednotek deficitních. Je nutno připomenout, že i zprostředkovatelé jednají při svých aktivitách na ziskovém principu. Nepřímá alokace finančních zdrojů umožňuje vysoce efektivní a likvidnější přesun volných finančních zdrojů od přebytkových jednotek k jednotkám deficitním s minimálními informačními a transakčními náklady a minimalizovaným

rizikem. V souvislosti s nepřímou alokací finančních zdrojů se hovoří o **zprostředkovatelském finančním trhu**, na kterém lze nalézt jak **sekundární investiční instrumenty**, emitované zprostředkovateli, tak primární investiční instrumenty, emitované prvotními, primárními emitenty. Jako příklad primárních investičních instrumentů mohou posloužit akcie nebo různé druhy dluhopisů, jako příklad sekundárních investičních instrumentů potom v případě investičních a podílových fondů jejich akcie a podílové listy, v případě bank např. vkladové listy, depozitní certifikáty nebo hypoteční zástavní listy, v případě pojišťoven a penzijních fondů uzavřené pojišťovací smlouvy a smlouvy o penzijním připojištění. Zprostředkovatelský trh je velice variabilní, a proto by bylo možné uvádět i další příklady. Dochází-li k alokaci volných finančních zdrojů prostřednictvím zprostředkovatelského finančního trhu, bývá tento způsob alokace také označován jako **B-systém** (Bank-Based System), jehož označení je odvozeno od faktu, že v něm zcela klíčovou a nezastupitelnou roli při alokaci volných zdrojů sehrávají bankovní a finanční instituce. Existence zprostředkovatelského trhu či B-systému je typická pro většinu zemí kontinentální Evropy.

Podle toho, zda se jedná o prvotní prodej cenného papíru, nebo až prodej následný, resp. tedy podle pořadí prodejů, je možné na finančním trhu rozlišit:

1. **Primární trh**, který je trhem, kde probíhá prvotní prodej právě emitovaného cenného papíru. Na tomto typu trhu se provádějí emisní obchody s cennými papíry. Jedná se o trh s novými finančními instrumenty. Emitent cenného papíru neboli deficitní jednotka na tomto trhu získává volné finanční prostředky. Přípravu a provedení emisního obchodu včetně jeho následného zajištění a podpory provádí buď emitent sám (vlastní emise), nebo využívá služeb investiční banky nebo obchodníka s cennými papíry (cizí emise). Primární trh s cennými papíry může mít podobu:
 - a) **Primárního veřejného trhu**, kde je emise nabízena široké investorské veřejnosti formou veřejné nabídky, volného prodeje nebo tendru, přičemž je emise schvalována nebo registrována regulatorním orgánem. Jako cenný zdroj informací pro investory je vyhotovován a předkládán prospekt cenného papíru. Tento typ emise je označován jako veřejná emise.
 - b) **Primárního neveřejného trhu**, kde jsou cenné papíry nabízeny pouze předem vymezené skupině investorů, kteří jsou obeznámeni se situací emitenta, a proto zpravidla není vyžadováno vyhotovení prospektu cenného papíru. Prvotní majitelé cenného papíru drží většinou cenný papír po celou dobu jeho životnosti, a proto nepožadují, aby byl cenný papír obchodován na organizovaných trzích. Tento typ emise, který je

spojen s mnohem nižšími náklady než emise veřejná, je označován jako soukromá emise.

2. **Sekundární trh**, jenž je trhem, na němž je „starý“, již dříve emitovaný cenný papír opětovně znovu a znovu obchodován. Jde o trh se starými finančními instrumenty, které se pohybují od jednoho investora k druhému. Emitent cenného papíru na tomto typu trhu již žádné další volné finanční prostředky nezískává. Typickým příkladem sekundárního trhu, kde je cennému papíru zabezpečována likvidita, je burza. Také v rámci sekundárního trhu je možné rozlišit veřejné a neveřejné trhy. **Veřejný sekundární trh** může mít podobu trhu organizovaného (burza nebo mimoburzovní trh) nebo neorganizovaného trhu, na němž se může tzv. obchodovat přes přepážku nebo obchodovat s licencovaným obchodníkem s cennými papíry, který může prodávat či nakupovat cenné papíry z a do svého portfolia. **Neveřejný sekundární trh** má podobu individuálně dohodnutých prodejků či nákupů cenných papírů přímo mezi potenciálními zájemci o nákup a vlastníky určitých cenných papírů za dohodnutou cenu a v dohodnutém objemu. Transakce mohou být uzavírány přímo mezi prodávajícími a kupujícími nebo lze využít zprostředkovatele.

Sekundární trh sám o sobě je možné ještě dále členit na:

1. **Organizovaný trh**, jenž je trhem, kde licencovaný subjekt organizuje nabídku a poptávku po investičních instrumentech v souladu s platnou legislativou a podle stanovených pravidel a předpisů. Organizovaný trh může fungovat jako:
 - a) **Burzovní trh**, který lze charakterizovat jako zvláštním způsobem organizované shromáždění subjektů, kteří osobně nebo elektronicky obchodují s přesně vymezenými instrumenty, přesně vymezeným způsobem, podle přesně vymezených burzovních pravidel a předpisů, v přesně vymezeném čase. Na burzovním trhu se např. obchoduje s nejbonitnějšími akciemi, dluhopisy, podílovými listy, investičními certifikáty, popř. finančními deriváty, přičemž všechny obchodované instrumenty musí vyhovovat přísným požadavkům stanoveným burzou. Příkladem burzovního trhu v ČR je BCPP (Burza cenných papírů Praha), v USA např. NYSE (New York Stock Exchange).
 - b) **Mimoburzovní trh**, jenž je trhem, na němž je licencovaným subjektem organizována nabídka a poptávka po instrumentech, které již nemusí vyhovovat přísným požadavkům kladeným na instrumenty obchodované na burze. Burzovní pravidla a předpisy tedy na tomto trhu neplatí, nicméně i tento typ trhu má vypracována svá, mnohem méně přísná pravidla pro

obchodování, svůj tržní řád. Funkci organizovaného mimoburzovního trhu v ČR v minulosti do roku 2009 plnil RM-systém, v USA potom obdobnou funkci do roku 2006 plnil elektronický trh NASDAQ.

2. **Neorganizovaný trh**, jenž je volně přístupným trhem, kde poptávka a nabídka instrumentů není organizována žádným subjektem. Na trhu obchodují investoři, kteří disponují určitými instrumenty a prodávají každému, kdo přijde a respektuje jejich cenu. Pro tyto trhy se rovněž používá označení OTC trhy (over-the-counter markets) neboli trhy „přes přepážku“.

Legislativa i praxe zemí EU v současné době běžně rozlišuje a používá kategorizaci trhů s investičními nástroji na regulované a neregulované. Za **regulovaný trh s investičními nástroji** je podle § 55–56 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, považován trh s investičními nástroji organizovaný organizátorem regulovaného trhu v souladu s povolením ČNB. Přitom regulovaný trh s investičními nástroji musí splňovat tyto podmínky:

- a) je uveden v seznamu regulovaných trhů zveřejněném v Ústředním věstníku EU,
- b) má stanovená pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování,
- c) má stanovena pravidla přístupu na trh, která jsou v souladu s legislativou,
- d) obchoduje se na něm pravidelně,
- e) má stanovena pravidla pro tvorbu kurzů investičních instrumentů,
- f) pravidelně uveřejňuje kurzy investičních nástrojů stanovené při obchodování,
- g) podléhá dohledu dohledového úřadu ve státě svého sídla.

K obchodování na regulovaném trhu může být přijat pouze takový investiční instrument, kterému bylo přiděleno identifikační označení podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci cenných papírů (ISIN) a u kterého jsou dány předpoklady pro spravedlivé, řádné a účinné obchodování.

Neregulované trhy bývají často označovány jako OTC trhy (over-the-counter). Jednu z forem neregulovaného trhu v podobě mnohostranného obchodního systému upravuje § 69–73 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. Podle zmíněného zákona se mnohostranným obchodním systémem rozumí trh s investičními nástroji provozovaný obchodníkem s cennými papíry nebo organizátorem regulovaného trhu, který má stanovena pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování v mnohostranném obchodním systému a pravidla přístupu do mnohostranného obchodního systému.

Na rozdíl od regulovaného trhu zmíněný zákon nestanovuje pravidla, která by bylo nezbytné splnit, aby mohl být investiční instrument přijat k obchodování

v mnohostranném obchodním systému. Odlišností oproti regulovanému trhu dále je, že provozovatelem mnohostranného obchodního systému může být nejen organizátor regulovaného trhu, ale i obchodník s cennými papíry. Provozovatel mnohostranného obchodního systému je však povinen sám zavést transparentní pravidla pro obchodování pro přijímání investičních instrumentů k obchodování a pro přístup do mnohostranného obchodního systému.

Podle toho, jaký druh investičních instrumentů je zde obchodován, lze na finančním trhu rozeznat několik tržních segmentů. Konkrétně jde o:

1. **Peněžní trh**, který je výlučně trhem krátkodobých finančních instrumentů. Obchoduje se zde s instrumenty, které mají dobu splatnosti maximálně 1 rok či kratší. Volné finanční zdroje na tomto typu trhu jsou uvolněny, nabízeny a na druhé straně poptávány pouze dočasně – na několik hodin, dnů, týdnů nebo měsíců. Pro instrumenty, které jsou obchodovány na peněžním trhu, je typický nízký výnos, nízké riziko a vysoká likvidita. Konkrétně se na peněžním trhu obchoduje s krátkodobými cennými papíry v podobě pokladničních poukázek, depozitních certifikátů, komerčních papírů či směnek. Patří sem i decentralizované obchody s krátkodobými denními (splatnost několik hodin až dnů – overnight money, tom-next money, spot-next money) nebo termínovými (splatnost 1–12 měsíců) penězi mezi bankovními subjekty realizované prostřednictvím počítačových sítí a telefonních linek. Cena těchto krátkodobých peněz je odvozována od referenčních úrokových sazeb (IBID⁴ a IBOR⁵) kótovaných na mezibankovním trhu referenčními bankami. Nejširší možné pojetí peněžního trhu pak mezi nástroje peněžního trhu zahrnuje veškeré krátkodobé úvěry a půjčky poskytované bankovními i nebankovními subjekty. Jako příklad subjektů, které působí na peněžním trhu buďto v pozici přebytkových nebo deficitních jednotek, nebo se specifickými záměry, je možno uvést centrální banku, banky, obchodníky s cennými papíry, fondy peněžního trhu nebo velké průmyslové podniky. Jedná se tedy vesměs o velké institucionální investory, a proto bývá peněžní trh označován jako velkoobchodní trh.

⁴ Interbank Bid Rate je mezibankovní úroková sazba, za kterou jsou banky ochotné si vypůjčit peněžní prostředky. Konkrétním příkladem může být PRIBID, průměrná mezibankovní nákupní úroková sazba, stanovovaná na českém peněžním trhu nebo např. LIBID, průměrná mezibankovní nákupní úroková sazba, stanovovaná na londýnském peněžním trhu.

⁵ Interbank Offered Rate je mezibankovní úroková sazba, za kterou jsou banky ochotné půjčit peněžní prostředky. Jako konkrétní příklady lze uvést PRIBOR jako průměrnou mezibankovní prodejní úrokovou sazbu, stanovovanou na českém peněžním trhu, anebo LIBOR jako průměrnou mezibankovní prodejní úrokovou sazbu, stanovovanou na londýnském peněžním trhu.

2. **Kapitálový trh**, jenž je trhem dlouhodobých finančních instrumentů, neboť se zde obchoduje s instrumenty, jež mají dobu splatnosti delší než 1 rok. Volné finanční prostředky jsou zde poskytovány střednědobě či dlouhodobě, na několik let. Na kapitálových trzích jsou obchodovány takové instrumenty, jako jsou např. akcie, dlouhodobé dluhopisy emitované státem, podniky či bankami, podílové listy, hypoteční zástavní listy, investiční certifikáty nebo finanční deriváty v podobě opcí, financial futures, warrantů, swapů aj. Úroveň jejich výnosu, rizika a likvidity je odlišná případ od případu, nicméně z obecného hlediska by s instrumenty kapitálového trhu měl být spojen vyšší výnos a vyšší riziko než s instrumenty peněžního trhu. Likviditu je nutno posuzovat případ od případu vždy ve vztahu k instrumentu a ve vztahu k trhu, kde je tento instrument obchodován. V pozici přebytkových jednotek, deficitních jednotek nebo finančních zprostředkovatelů na kapitálovém trhu působí zejména banky, pojišťovny, nejrůznější druhy fondů, investiční společnosti, obchodníci s cennými papíry, stát, průmyslové firmy a další.
3. **Měnový trh** zahrnuje devizový trh, na kterém se obchoduje s devizami, tj. s likvidními bezhotovostními pohledávkami v cizí měně s různou dobou splatnosti, a mnohem méně významný valutový trh, kde se obchoduje s valutami, tj. s konkrétními měnami v hotovosti. Devizový trh zpravidla existuje v mimoburzovní podobě jako trh OTC (over-the-counter), nicméně jde o trh s vysokým stupněm likvidity, efektivnosti, konkurence a infrastruktury. Obchodování probíhá pomocí telefonů, telefaxů nebo pomocí terminálové počítačové nebo internetové sítě prostřednictvím dealerů, kteří nakupují a prodávají devizy na svůj vlastní účet a riziko. Stěžejní rolí dealerů nejen na devizovém trhu je, že zveřejňují dvoucestné kotace nákupního a prodejního kurzu (bid/ask). Rozpětí mezi bid/ask kurzem se nazývá kurzové rozpětí neboli spread a představuje zdroj zisku pro dealera. Výše spreadu závisí na likviditě měnového páru a na objemu obchodů. Nejmenšího spreadu je zpravidla dosahováno u nejobchodovanějších měn, kterými jsou americký dolar (USD), euro (EUR), japonský yen (JPY) a britská libra (GBP). Pro devizové trhy je typické, že jsou decentralizované, tj. obchodování neprobíhá na jednom konkrétním místě, jako je tomu např. v případě akcií či dluhopisů. V důsledku existence časových zón, které se překrývají, se na devizovém trhu obchoduje 24 hodin denně. Nejvýznamnějším, největším a nejlikvidnějším světovým decentralizovaným devizovým trhem je FOREX (Foreign Exchange Market).
4. **Trh reálných aktiv**, který je, jak už ostatně napovídá jeho název, trhem, kde se obchoduje s tou skupinou investičních instrumentů, jež je označována jako reálná aktiva. Jedná se o instrumenty, které jsou určitým způsobem vázány

na konkrétní předmět, komoditu. Konkrétně jde např. o investice do zlatých nebo stříbrných instrumentů (např. v podobě slitků, mincí, akcií zlatých dolů, zlatých dluhopisů nebo papírového zlata či stříbra), platiny, palladia, nemovitostí či uměleckých sbírek, nerostných surovin a produktů. Pohyb výnosové míry některých reálných aktiv je poměrně silně pozitivně korelován s pohybem inflace nebo s výskytem období politických nebo ekonomických nejistot, a proto význam a zájem o tento druh investic stoupá především v těchto situacích a obdobích. Celkem vzato však význam trhu reálných aktiv nedosahuje významu trhu kapitálového nebo devizového. Někteří investoři nakupují reálná aktiva do svých portfolií s cílem provést diverzifikaci rizika nebo s cílem zajistit se proti kurzovým pohybům. Stále častěji se však na tomto typu trhu objevuje v posledních letech také motiv spekulace.

1.3 Regulace a dohled nad finančním trhem

Podstata, charakter a historické zkušenosti s chováním a vývojem finančních trhů si vynucují, aby tyto trhy byly regulovány. Právě finanční trh se totiž vyznačuje určitými specifickými rysy a faktory, které, nejsou-li regulací včas podchyceny a ošetřeny, mohou podstatným způsobem narušit hladké fungování finančního trhu, výrazně poškodit zájmy některých zúčastněných subjektů, ba dokonce napomoci rozšíření negativních dopadů do celé ekonomiky. Regulace finančních trhů je z tohoto důvodu realitou již více než 100 let. V průběhu času se však měnily nástroje, cíle, orgány, ale i intenzita regulace.

Impulzem změn v intenzitě regulace mohou být turbulence, poruchy a zvýšená volatilita na finančních trzích, kterých jsme v poslední době stále častěji svědky. Není tedy překvapením, že tyto události vyvolaly diskuze a posléze celou řadu nových regulatorních požadavků, opatření a změn, jejichž cílem je zefektivnění regulace a dohledu, zvýšení a zachování stability finančních trhů, klientské a investorské bezpečnosti a snížení informační asymetrie. Současně však změny v regulaci a dohledu musí reagovat a zohledňovat poslední vývojové trendy na finančních trzích a ve světové ekonomice, a to zejména globalizaci, koncentraci a integraci institucí poskytujících finanční služby. Pozornost by však stále měla být věnována také zabezpečení ochrany investorů a klientů.

Předmětem diskuzí a studií v oblasti regulace a dohledu nad finančním trhem zůstává otázka, do jaké míry jsou regulatorní opatření schopna přispět k eliminaci výskytu krizí, anomálií, nedokonalostí tržního mechanismu, a pokud ano, s jakými náklady či dalšími dopady a vlivy. Velmi složitým problémem v této souvislosti zůstává rozsah, míra a intenzita regulace a dohledu nad

finančním trhem. Slabá a příliš liberální míra regulace a dohledu nepovede ke splnění sledovaných cílů a nepřispěje k eliminaci nedokonalostí tržního mechanismu a negativních jevů, jejichž výskyt představuje důvody pro provádění regulace a dohledu. Naopak příliš silná, striktní regulace a dohled nerespektující specifika tržního prostředí a vývojové trendy na finančních trzích povede k tzv. přeregulaci, jejímiž důsledky pak bývá snížení likvidity a efektivnosti trhu, omezení konkurence na trhu, omezení plynulého chodu tržního mechanismu a v neposlední řadě také nárůst nákladů.

Hledání optimálního stavu mezi těmito dvěma extrémami, tedy jakési optimální míry regulace a dohledu, je velice obtížné a komplikované. Navíc se také úroveň optimální regulace a dohledu může měnit v závislosti na čase, regionu a charakteru regulovaného subjektu.

Skutečně zásadní význam pro účinnost, efektivnost a užitečnost regulace a dohledu má rovněž volba modelu pro uspořádání regulatorních a dohledových orgánů, napojení a spolupráce těchto orgánů s nadnárodními regulatorními a dohledovými orgány, a to obzvláště v případech, je-li daný stát součástí nějakého integračního seskupení. Při vyhodnocování činnosti regulatorních a dohledových orgánů je posuzováno zajištění nezávislosti, odpovědnosti, transparentnosti, integrity a profesionality, což jsou základní pilíře, ze kterých by měla činnost regulatorního a dohledového orgánu vycházet. Je samozřejmostí, že při definování cílů, nástrojů, pravomocí, opatření regulace a dohledu je třeba skutečně důsledně rozlišovat mezi rozdílným obsahem a účelem obou pojmů regulace a dohledu nad finančním trhem.

Finanční teoretici zpravidla důsledně rozlišují mezi pojmy regulace finančního trhu a dohled nad finančním trhem. Pod pojmem **regulace** finančního trhu je chápáno „... stanovení pravidel vstupu finančních institucí do finančního systému, podmínek jejich fungování a pravidel poskytování finančních služeb klientům. Regulace má buď primární charakter (ve formě zákonných norem), nebo sekundární povahu (ve formě vyhlášek, předpisů a metodik atd.)“⁶.

Je samozřejmé, že regulatorní orgány se nepodílejí pouze na samotném vzniku uvedených norem a pravidel, ale zároveň dohlíží nad jejich prosazením a dodržováním v praxi. V této souvislosti je **dohled (dozor) nad finančními trhy** vymezován jako „... kontrola dodržování stanovených pravidel finančními institucemi a způsobu poskytování finančních služeb zákazníkům“⁷.

⁶ MUSÍLEK, P. Komparace modelů finanční regulace a dozoru: výhody a nevýhody, *Český finanční a účetní časopis*. 2006, roč. 1, č. 4, s. 10.

⁷ MUSÍLEK, P. Komparace modelů finanční regulace a dozoru: výhody a nevýhody, *Český finanční a účetní časopis*. 2006, roč. 1, č. 4, s. 10.

V případě porušení těchto norem a pravidel udělují oprávněné orgány a instituce výtky a veřejné napomenutí, ukládají danému subjektu, aby zjednal nápravu, udělují sankce a v určitých případech mohou daným subjektům odejmout povolení k provádění určité činnosti na kapitálovém trhu.

K zabezpečení plynulého bezproblémového fungování finančního trhu je tedy nezbytné stanovit „pravidla hry“ pro subjekty, které se pohybují na tomto trhu, což spočívá ve vymezení základních práv a povinností těchto subjektů, základních pravidel chování a vztahů mezi nimi. Přesné vymezení pravidel pro fungování finančního trhu a chování subjektů na něm by na jedné straně mělo zamezit chaosu a na druhé straně případným podvodům, nelegálním transakcím a poškozování zájmů určité skupiny účastníků na trhu.

Jak již bylo v úvodu této subkapitoly zmíněno, finanční trhy, charakter procesů, které na nich probíhají a subjekty na nich působící se vyznačují specifickými rysy a faktory, které lze chápat jako **důvody pro relativně silnou regulaci** finančního odvětví. Mezi tyto specifické rysy a faktory, a tedy důvody pro regulaci finančního odvětví lze zahrnout:

- informační asymetrii čili nedostatečnou či nekompletní informovanost některých subjektů na finančním trhu nebo jejich neschopnost informace, které mají k dispozici, správně a adekvátně vyhodnotit, což může zkreslit nebo ztížit jejich rozhodování při výběru finančních instrumentů nebo produktů,
- zvýšenou náchylnost odvětví finančnictví, kde se pohybují značné sumy peněz, k výskytu různých druhů podvodů a nelegálních transakcí,
- nedokonalosti v tržní struktuře odvětví finančnictví, které má zpravidla charakter oligopolu, kde může několik málo subjektů zneužívat svého dominantního postavení, dosahovat nadprůměrných zisků či neoprávněných výhod, čímž je narušována alokační a operační efektivnost trhu a také narušován konkurenční charakter ekonomického prostředí,
- propojenost finančních institucí prostřednictvím platebního a zúčtovacího systému, jehož bezproblémové fungování je nezbytnou podmínkou pro hladký chod ekonomiky; společné platební systémy pro finanční instituce mohou rovněž přispět k rychlému šíření případné nákazy mezi nimi,
- spravování majetku a finančních prostředků finančními institucemi, jež jim byly svěřeny klienty, kteří by v případě chyb a opomenutí jejich finanční prostředky spravující finanční instituce mohli utrpět značné škody a ztráty,
- zcela specifická struktura aktiv a pasiv v hospodaření finančních institucí, ve které jsou v mnohem větší míře, než je běžné pro nefinanční firmy, zastoupeny cizí a často krátkodobé zdroje, což zvyšuje úroveň rizika spojeného s podnikáním finančních institucí,

- systémové riziko selhání celého finančního systému v krizových situacích s velice negativními důsledky pro celou ekonomiku, ale i pro jednotlivé ekonomické subjekty a původně „zdravé“ instituce, které svým chováním systémové riziko nevyvolaly, nicméně jsou postiženy souvisejícími náklady. Nedůvěra či selhání finanční instituce či institucí se může velmi rychle rozšířit také do dalších zemí.

Regulatorní a dohledové orgány a instituce pro oblast finančních trhů mohou být **uspořádány** odlišným způsobem. Postupem času se v různých zemích objevily asi čtyři různé možnosti tohoto uspořádání, které jsou však v praxi často využívány v modifikované podobě. Jde o tyto možnosti:

1. Jednotný nezávislý orgán pro oblast finančního trhu, kdy jsou všechny aktivity regulace nebo dohledu soustředěny do jediného orgánu či instituce, což umožňuje zcela jasné a komplexní vymezení zodpovědnosti a cílů a nezávislé a efektivní provádění regulace a dohledu. Tato možnost uspořádání regulatorních a dohledových orgánů je poměrně mladá. Je důsledkem trendů a vývojových tendencí na finančním trhu v posledních desetiletích, v jejichž důsledku dochází k neustálému prohlubování vzájemné provázanosti jednotlivých segmentů a oblastí finančního trhu. Jednotný nezávislý regulatorní a dohledový orgán pro odvětví a segmenty finančního trhu se objevuje v 80. letech minulého století. Tento model byl nebo je využíván např. v Norsku, Německu, Rakousku, Velké Británii, Maďarsku, Švédsku a Dánsku. Pro model jednotného nezávislého orgánu jsou charakteristické zejména tyto výhody:

- je vhodným modelem pro regulaci finančních konglomerátů, protože je schopen obsáhnout všechny finanční oblasti a činnosti, kterými se konglomeráty zabývají,
- existence jednotného nezávislého orgánu přispívá k odstranění případných duplicít v činnosti orgánů regulace a dohledu, které s sebou může přinést odvětvový model,
- jednotný regulatorní a dohledový orgán je schopen snadněji a efektivněji rozvíjet mezinárodní spolupráci,
- dochází k eliminaci regulatorních arbitrází mezi odvětvími a segmenty finančního trhu, protože orgán provádějící regulaci a dohled je jednotný, a tudíž i opatření a nástroje, které používá, jsou jednotné,
- lze dosahovat úspor z rozsahu a ze sortimentu při výkonu regulatorní a dohledové činnosti,
- v porovnání s odvětvovým modelem by model jednotného nezávislého orgánu měl přinést značnou úsporu nákladů,

- model přispívá k odstranění rizika konfliktu zájmů mezi prováděním měnové politiky a dohledem nad finančními institucemi, které by mohlo vzniknout v případě, kdy by funkci jednotného regulatorního a dohledového orgánu plnila centrální banka.

U modelu jednotného nezávislého orgánu lze vymezit především tyto podstatné nevýhody:

- účinnost regulace a dohledu jako celku může být snížena, pokud nebudou respektována specifika jednotlivých odvětví a segmentů finančního trhu,
- obtížně se definují rozdílné cíle regulatorní a dohledové činnosti pro jednotlivá odvětví a segmenty finančního trhu,
- jedná se o relativně mladý model, což může implikovat nižší důvěryhodnost v očích veřejnosti, popř. menší objem zkušeností z období praktického fungování modelu se může negativně projevit v situaci finanční krize,
- regulatorní a dohledové orgány pracují pod silnějším tlakem, neboť nesou odpovědnost za celý finanční trh.

- Specializované (odvětvově zaměřené) orgány** pro oblast komerčního bankovníctví a trhu cenných papírů, pojišťovnictví, popř. na další oblasti finančního odvětví, kdy jsou regulace a dohled nad finančním odvětvím prováděny separátně prostřednictvím několika různých, samostatných orgánů nebo institucí. Je-li využita tato možnost, centrální banka zpravidla reguluje a dohlíží nad oblastí komerčního bankovníctví a trhy cenných papírů reguluje a dohlíží nad nimi buď závislý státní orgán (zpravidla v podobě úřadu, který je začleněn do ministerstva financí), nebo nezávislý specializovaný orgán (např. v podobě Komise pro cenné papíry). Tato možnost uspořádání regulatorních a dohledových orgánů je tradiční a velice známá, především díky příkladu USA, kde je využívána. Dále je model specializovaných regulatorních a dohledových orgánů využíván rovněž ve Francii, Polsku, Španělsku, Portugalsku, Turecku a Švýcarsku.

S modelem specializovaných regulatorních a dohledových orgánů, tj. s odvětvovým modelem, lze za určitých podmínek spojit především tyto výhody:

- cíle, metody a nástroje regulace a dohledu jsou pro jednotlivá odvětví finančního trhu odlišné, a proto je vhodné a účelné, pokud nad jeho jednotlivými odvětvími dohlíží specializované instituce,
- specializace umožňuje kvalitní výkon regulace a dohledu nad finančními institucemi,
- odpovědnost za výkon regulace a dohledu je jasně a jednoznačně určena,

- existuje možnost vzájemného doplňování informací, zkušeností a podnětů ze strany jednotlivých regulatorních a dohledových orgánů,
- v případě kolapsu jedné regulatorní a dohledové instituce je v odvětvovém modelu diverzifikované riziko kolapsu celého dohledu nad finančním trhem,
- jednotlivé regulatorní a dohledové instituce si navzájem konkurují, což může pozitivně přispívat k efektivnosti regulace a dohledu.

Na druhé straně se však v situaci, je-li v dané zemi aplikován odvětvový model regulace a dohledu nad finančním trhem, mohou projevit zejména tyto nevýhody zmíněného modelu:

- kompetence jednotlivých institucí regulace a dohledu se v odvětvovém modelu překrývají,
- s činností regulatorních a dohledových orgánů v odvětvovém modelu jsou zpravidla spojeny vysoké náklady,
- odvětvový model neodpovídá současnému trendu vzájemného prolínání jednotlivých odvětví finančního trhu, a proto nemůže být např. zabezpečen dostatečný dohled nad aktivitami finančních konglomerátů,
- jednotlivé regulatorní a dohledové orgány nemusí pracovat na stejné kvalitativní úrovni; jejich opatření a nástroje se mohou lišit, což může vyvolávat regulatorní arbitráže mezi odvětvími,
- spolupráce a výměna informací mezi jednotlivými regulatorními a dohledovými orgány nemusí být dostatečná a efektivní,
- existence specializovaných regulatorních a dohledových orgánů může zapříčinit rozdílné tempo v implementaci mezinárodních standardů.

3. **Jednotný orgán v podobě centrální banky**, jež je důsledkem integrace měnové politiky, regulatorní a dohledové činnosti. Pokud je využita tato možnost, jsou regulace a dohled nad komerčním bankovníctvím, trhy cenných papírů, kolektivním investováním, pojišťovnictvím, popř. dalšími oblastmi finančního odvětví sjednoceny v rámci centrální banky. Mezi výkonem regulatorní a dohledové činnosti na jedné straně a výkonem měnové politiky na straně druhé může být úzké informační a personální propojení nebo naopak mohou být obě činnosti striktně odděleny. V současné době lze model jednotného regulatorního a dohledového orgánu v rámci centrální banky nalézt v ČR, na Slovensku, v Singapuru, v Irsku, na Bahrajnu, na Bermudách, v Macau a v Nizozemských Antilách.

Modelu jednotného orgánu v podobě centrální banky jsou přisuzovány především tyto výhody:

- lze dosahovat úspor z rozsahu a ze sortimentu při výkonu regulační a dohledové činnosti,
- regulační a dohledový orgán je finančně nezávislý, neboť financování regulační a dohledové činnosti se zpravidla uskutečňuje z rozpočtu centrální banky,
- jednotný regulační a dohledový orgán je schopen snadněji a efektivněji rozvíjet mezinárodní spolupráci,
- centrální banka má kvalitní infrastrukturu (technické, personální, finanční, informační vybavení), což lze považovat za dobrý předpoklad pro výkon regulační a dohledové činnosti,
- dochází k efektivnímu využití a zpracování dostatečného množství relevantních, kvalitních informací,
- vysoká prestiž a důvěryhodnost v osobě centrální banky.

Také v případě modelu jednotného orgánu v podobě centrální banky lze však vymezit několik nevýhod. Jde především o tyto skutečnosti:

- cíle v podobě zajištění cenové stability a zajištění stability finančního systému mohou být rozporné,
- může vzniknout konflikt priorit mezi měnovou politikou a regulační a dohledovou činností centrální banky,
- na některých segmentech finančního trhu (např. trhy s dluhovými instrumenty) může být centrální banka zároveň účastníkem i regulátorem,
- obrovský rozsah a záběr úkolů a cílů pro jedinou instituci,
- složitá a komplikovaná organizační struktura,
- není příliš jednoznačná a jednoduchá realizace veřejné kontroly regulační a dohledové činnosti.

4. **Účelově (funkčně) zaměřený orgán**, který primárně nereguluje a nedohlíží na finanční instituce, ale pouze na jednotlivé činnosti a prvky. Regulační a dohledová činnost zaměřená na tyto činnosti a prvky by měla napravit či zabránit čtyřem typům tržního selhání v podobě:
- a) informační asymetrie, které by měla zamezit regulace obezřetného podnikání finančních institucí a dohled nad nimi, zaměřený na jejich finanční zdraví, solventnost a likviditu,
 - b) zneužití trhů, kterému by měla zabránit regulace zejména kapitálových trhů a subjektů zde působících s cílem ochránit investory, kteří jsou nelegálními praktikami poškozeni,
 - c) systémového rizika selhání celého finančního systému se snaží orgány regulace a dohledu snížit tím, že se pokouší zabránit šíření záporných externalit, a dále sledováním a analýzou stability finančního odvětví,

- d) zneužití dominantního postavení, které narušuje konkurenční prostředí na finančním trhu a umožňuje určité skupině subjektů dosahovat nadprůměrných zisků či neoprávněných výhod; regulace a dohled se pokoušejí eliminovat praktiky, které vedou k výsadnímu postavení na trhu, a to prostřednictvím antimonopolních pravidel a opatření.

V účelovém modelu funguje vedle sebe několik oddělených institucí, které se separátně či s částečnou integrací orientují na čtyři uvedené typy tržního selhání. Účelový (funkční) model představuje mladou a nejméně známou možnost uspořádání regulatorních a dohledových orgánů, která byla zkonstruována v roce 1997 v Austrálii. Kromě Austrálie je tento model do jisté míry aplikován i v Nizozemsku.

Ve vztahu k účelovému (funkčnímu) modelu uspořádání regulatorních a dohledových orgánů lze uvést zejména tyto výhody:

- model je schopen zajistit efektivní regulaci a dohled nad finančními konglomeráty,
- neodporuje současným trendům na finančních trzích, kde dochází k vzájemnému prolínání jednotlivých odvětví a segmentů finančního trhu,
- nedochází ke vzniku rozporů mezi cíli v podobě finanční stability a ochrany investorů,
- specializace regulatorních a dohledových institucí na určitou činnost, prvek má pozitivní vliv na úroveň regulace a dohledu.

Mezi hlavní nevýhody účelového (funkčního) modelu patří především:

- existuje riziko překrývání kompetencí a aktivit mezi jednotlivými institucemi regulace a dohledu v rámci modelu,
- jde o relativně mladý model, s jehož praktickou aplikací je spojeno málo zkušeností,
- oproti modelu jednotného regulatorního a dohledového orgánu jsou s účelovým (funkčním) modelem spojeny vyšší náklady,
- model je náročný na zajištění fungujících informačních toků a koordinaci postupů a aktivit mezi jednotlivými regulatorními a dohledovými institucemi.

Čtyři uvedené možnosti institucionálního uspořádání regulace a dohledu nad finančním trhem umožňují přiblížit čtyři základní alternativy, které jsou v současném světě aplikovány. Je však nutné si uvědomit, že institucionální uspořádání dohledu nad finančním trhem má v každé zemi svá specifika, což je odrazem historie, politických tradic a okolností, struktury, velikosti a vyspělosti finančního trhu v dané zemi.

Regulaci a dohled nad trhem cenných papírů v ČR zajišťovalo od roku 1993 do roku 1997 Ministerstvo financí, a to prostřednictvím svého odboru nazvaného Dozor nad kapitálovým trhem. V roce 1997 byla činnost zmíněného odboru nahrazena činností Úřadu pro cenné papíry, který v daném roce vznikl. V roce 1998 byl Úřad pro cenné papíry přetransformován na Komisi pro cenné papíry, která zahájila svou činnost 1. dubna 1998. Funkci hlavního regulačního orgánu pro trhy cenných papírů plnila Komise pro cenné papíry v ČR do konce března 2006. Z uvedeného je zřejmé, že do roku 2006 využívala ČR tradiční možnost specializovaných (odvětvově zaměřených) orgánů, i když v různých modifikacích.

Od 1. dubna 2006 došlo ke sloučení regulačních pravomocí Komise pro cenné papíry a dalších regulačních orgánů pro finanční odvětví (Ministerstva financí, Úřadu pro družstevní záložny) a k vytvoření jednotného univerzálního regulačního orgánu pro oblast finančních trhů, bankovníctví, pojišťovnictví a kolektivního investování. Funkci regulačního a dohledového orgánu pro oblast finančních trhů převzala k uvedenému datu ČNB, čímž ČR přešla k možnosti jednotného orgánu v podobě centrální banky. Pro tuto provedenou integraci regulace a dohledu v ČR jsou uváděny tyto důvody:

- nutnost posílit kapacitu dohledu,
- zvýšení efektivity dohledu a snížení nákladů,
- nezbytnost posílit výměnu a využití informací,
- zkvalitnit řízení risk managementu,
- zkvalitnit práci s lidskými zdroji,
- odstranění soutěžení mezi jednotlivými dohledovými orgány,
- přesně vymezit odpovědnost za výkon dohledu.

Často se hovoří a diskutuje o „optimální míře“ regulace a dohledu, protože příliš striktní, přísná a detailní úroveň regulace a dohledu zabránují vytvoření a fungování konkurenčního prostředí a naopak příliš nízká, nedůsledná a omezená úroveň regulace a dohledu je zase živnou půdou pro úspěšné provádění různých finančních machinací a podvodů. Najít tuto potřebnou optimální úroveň regulace a dohledu je značné obtížné. Účinná a efektivní regulace a dohled nad finančním trhem by měly zajistit, aby tento trh vykazoval jisté vlastnosti, rysy. Jinými slovy, **cílem regulace a dohledu** nad finančním trhem je zajistit, aby daný trh byl trhem:

- konkurenčním a transparentním,
- důvěryhodným a stabilním,
- likvidním a efektivním,
- s fungujícími mechanismy ochrany investorů a
- s co nejvíce minimalizovaným systémovým rizikem.

Tyto uvedené cíle regulace lze považovat za navzájem kompatibilní a do jisté míry se překrývající. K jejich dosažení používají orgány regulace a dohledu v praxi různé **nástroje, pravidla a opatření**. Již od 90. let minulého století dochází postupně ke sjednocování a harmonizaci nástrojů, pravidel a opatření s cílem nastavit a zavést rovné podmínky pro podnikání finančních institucí v různých státech a zároveň zabránit přelévání problémů mezi finančními trhy přes hranice. Na nejvýznamnější z nástrojů, které jsou regulačními orgány využívány pro oblast zejména kapitálových trhů, se nyní podíváme podrobněji.

Na finančním trhu jsou emitenti, ale i další vymezené subjekty (např. fondy, obchodníci s cennými papíry) povinni plnit stanovené **informační povinnosti**, a to ve lhůtách a způsobem, které stanoví zákonodárství a regulační orgán. Tyto informační povinnosti spočívají v pravidelném zveřejňování výsledků hospodaření, prospektů cenných papírů a veškerých kurzotvorných informací týkajících se fungování regulovaných subjektů. Plněním informačních povinností regulovanými subjekty by měl být široké investorské veřejnosti zabezpečen nepřetržitý přísun aktuálních, relevantních, úplných a pravdivých informací o emitovaných cenných papírech a o subjektech působících na trhu cenných papírů.

Vymezené skupině subjektů, jejichž aktivity jsou zaměřeny na určitou oblast finančního trhu, regulační orgán **uděluje povolení pro jejich vznik a působení** na trhu, a to na základě splnění poměrně přísných podmínek a požadavků týkajících se kapitálové vybavenosti a odborné způsobilosti. Na udělení samotného povolení samozřejmě **navazuje následný dohled** a kontrola aktivit, kapitálové přiměřenosti, hospodaření a dodržování platných zákonů a vyhlášek regulačního orgánu. Využití tohoto nástroje by mělo regulačnímu orgánu zabezpečit, aby se na trhu cenných papírů pohybovaly pouze kvalitní a efektivní subjekty, které nenarušují důvěryhodnost, konkurenceschopnost a stabilitu trhu a zároveň nepoškozují zájmy některých účastníků.

Za velice důležitý a rozsáhlý nástroj lze považovat soubor **opatření**, která mají sloužit **k eliminaci nelegálních praktik a obchodů** poškozujících zájmy určité skupiny účastníků trhu a narušujících důvěryhodnost a stabilitu tohoto trhu. Pod pojmem nelegální obchod lze chápat transakci, která je již uzavírána se záměrem dosáhnout zisku, jenž je v rozporu se zákonem, nebo nějaké neoprávněné ekonomické výhody na úkor dalšího subjektu, popř. subjektů. Nelegální praktiky a obchody zpravidla vykazují znaky trestného činu, které však bývají často skryty a mnohdy se obtížně prokazují. Skupina nelegálních praktik a obchodů prováděných na trzích cenných papírů je velmi široká, přičemž je možné konstatovat, že její počet stále roste díky neutuchající vynalézavosti ze strany podvodných obchodníků a investorů, které je možné objevit na všech

světových kapitálových trzích. Konkrétně se dále krátce zmíníme o nejznámějších a nejfrekventovanějších nelegálních obchodech společně s pokusem uspořádat je s ohledem na jejich podstatu a charakteristické rysy, které vykazují. Mezi **nelegální praktiky a obchody** tedy lze zahrnout:

1. **Praní špinavých peněz**, což je výraz pro aktivity, jejichž cílem je s penězi, které pocházejí z trestné činnosti, provést co nejvíce neutrálních obchodních operací, a to do té doby, než vznikne zdání, že jde o peníze pocházející z legální obchodní či podnikatelské činnosti. Hlavním smyslem praní špinavých peněz tedy je utajit pravé vlastnictví a zdroj peněz a spolehlivě zamést stopy. Přitom však proces praní špinavých peněz musí zůstat pod neustálou kontrolou ze strany osoby, která špinavé peníze nelegální činností získala. V rámci procesu praní špinavých peněz jsou zpravidla rozlišovány tři fáze: namáčení (shromáždění a rozmístění špinavých peněz), namydlení (zastření nelegálního původu peněz) a ždímání (návrat vypraných peněz k původnímu majiteli). Výraz praní špinavých peněz se poprvé objevil v roce 1973 v USA v souvislosti s aférou Watergate, přestože daný problém existoval v ekonomikách již řadu let předtím. Dodnes se jedná o závažný celosvětový problém, při jehož řešení země již od konce 80. let minulého století úzce spolupracují. V roce 1989 založily státy G-7 sdružení FATF (Financial Actions Task Force), které vypracovalo „Čtyřicet doporučení“, jak bojovat proti praní špinavých peněz, která byla v dalších letech upřesňována, revidována, rozšiřována o další doporučení a především postupně implementována do legislativy většiny vyspělých zemí. V boji proti praní špinavých peněz musí finanční instituce a další povinné subjekty ve většině zemí dodržovat celou řadu přísných opatření. V ČR příslušný zákon⁸ povinným osobám ukládá povinnost identifikace klienta, pokud hodnota obchodu překročí částku 1 000 eur, popř. identifikaci klienta bez ohledu na limit, jedná-li se o zákonem vymezené situace (např. podezřelý obchod, vznik obchodního vztahu, uzavření smlouvy o nájmu bezpečnostní schránky nebo smlouvy o úschově atd.), kontrolu klienta v zákonem stanovených situacích, povinnost oznamovat podezřelé obchody Finančně analytickému útvaru Ministerstva financí, povinnost uchovávat identifikační údaje, údaje a doklady o obchodech spojených s povinností identifikace nejméně 10 let po uskutečnění obchodu nebo ukončení obchodního vztahu, povinnost vytvořit systém vnitřních zásad, postupů a kontrolních opatření v boji proti legalizaci výnosu z trestné činnosti, který je předkládán regulatornímu

⁸ Zákon č. 253/2008 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosu z trestné činnosti a financování terorismu.

a dohledovému orgánu, a povinnost určit kontaktní osobu pro plnění oznamovací povinnosti a k zajišťování průběžného styku s Ministerstvem financí.

2. **Insider trading** (tj. obchodování na základě neveřejných, vnitřních či důvěrných informací), což je poměrně frekventovaný název pro nelegální transakci, při které primární insider (získává informace ze zaměstnavatelkého poměru) nebo sekundární insider (kupuje informace od primárního insidera) nakupuje či prodává cenné papíry na základě znalosti důležitých kurzotvorných informací, které jsou však široké investorské veřejnosti dosud neznámé. Zneužití neveřejných informací umožňuje insiderovi nakoupit či prodat akcie ještě před značnými kurzovými pohyby, které vyvolá zveřejnění této informace, a tak realizovat vysoký kapitálový zisk v důsledku svého výhodného postavení v porovnání s ostatními účastníky na trhu, kteří neveřejnou informaci nedisponují, což lze chápat jako narušení rovnoprávného fair play a konkurenčního postavení investorů na trhu vedoucí ke snížení důvěryhodnosti trhu, k jeho nestabilitě a posléze k jeho nižší likviditě a efektivitě.
3. **Manipulaci s kurzem či s trhem**, kterou se chápe snaha určitého subjektu zkreslit představu účastníků kapitálového trhu o hodnotě, nabídce nebo poptávce finančního instrumentu, popř. snaha zkreslit kurz finančního instrumentu jiným způsobem. Manipulace s kurzem může být konkrétně prováděna např.:
 - a) pomocí „pracích prodejů“, jejichž cílem je prodat instrument za nižší kurz, než byl kurz nákupní, a záměrně tak realizovat ztrátu,
 - b) prostřednictvím nelegálních obchodních skupin nebo tzv. poolů,
 - c) pomocí tzv. „corneringu“ neboli zkoncentrování vlastnictví určitého druhu cenných papírů v rukou skupiny osob,
 - d) vytvářením „falešného trhu“, kde dochází k neodůvodněným kurzovým pohybům na základě klamných, falešných a předstíraných skutečností.Manipulace s trhem narušuje stabilitu, důvěryhodnost a posléze i likviditu a efektivitu trhu.
4. **Záměrné poškozování klienta či investora**, které lze v konkrétní podobě provádět jako:
 - a) čerání („churnings“) účtu klienta brokery, kteří ve snaze maximalizovat své provize poskytují klientům bezcenné tipy k nákupu či prodeji cenných papírů,
 - b) parazitování na příkazech klientů, kdy je klientovi účtována vyšší nebo nižší cena, než za jakou byl ve skutečnosti realizován nákup nebo prodej cenného papíru,

- c) předbíhání („front-running“) realizace velké objednávky klienta ze strany obchodníka s cennými papíry, který se pokouší participovat na vzestupu kurzu, ke kterému může dojít v důsledku realizace velké objednávky,
- d) doporučení investorům nakoupit nadhodnocené instrumenty tak, jak se to obchodníkovi s cennými papíry hodí pro jeho portfolio,
- e) doporučení a poradenství po telefonu, které je analyticky bezcenné a zneužívá důvěry lidí a psychologických aspektů ovlivňujících rozhodování investorů aj.

5. Ostatní nelegální praktiky a obchody jako např. velice populární pyramidální investice⁹, odšťihávání kupónů či dividend, jež využívají rozdílného zdanění dividend nebo kupónových plateb v jednotlivých zemích a které se pokouší využít kurzových pohybů kolem data výplaty dividend či kupónové platby, nebo české tunelování, které je chápáno jako činnost, která spočívá často ve formálně legálním převodu bonitních aktiv spravovaných nebo vlastněných firmou, bankou, fondem nebo investiční společností mimo tyto subjekty.

Mezi nástroje regulace trhu cenných papírů lze dále zahrnout povinnost oznamovat podíl na hlasovacích právech, kterého určitá osoba dosáhne nebo překročí, pojištění majetku klientů na účtech obchodníků s cennými papíry (garanční fondy) nebo některá opatření, která mají ochránit zájmy akcionářů, jako např. povinná nabídka převzetí při ovládnutí cílové společnosti nebo povinná nabídka na odkoupení apod. K naplnění obecných cílů regulace by měla přispět i informační, osvětová a vzdělávací činnost regulatorního a dohledového orgánu a jeho spolupráce se zahraničními regulatorními a dohledovými orgány a institucemi, stejně jako s nadnárodními orgány a institucemi jako např. Mezinárodní organizace Komise pro cenné papíry – IOSCO¹⁰ nebo Mezinárodní asociace trhů cenných papírů – ISMA (aktuálněji ICMA)¹¹.

⁹ Blíže viz subkapitola 5.3.7 této publikace.

¹⁰ IOSCO – International Organization of Securities Commissions – nadnárodní instituce sdružující zejména národní instituce regulující světové kapitálové trhy, založená v roce 1983, jež usiluje o harmonizaci regulatorních pravidel, informačních povinností a podmínek fungování trhů cenných papírů na mezinárodní úrovni. Snaží se posílit ochranu investorů a snižovat systematická rizika. IOSCO má více než 200 členů, kteří jsou rozděleni do 3 kategorií: běžní členové v podobě primárních národních regulátorů trhů cenných papírů a termínových trhů, přidružení členové v podobě ostatních národních regulátorů cenných papírů a termínových kontraktů a přidružení členové v podobě burz cenných papírů a samoregulačních organizací.

¹¹ ISMA – International Securities Market Association založená v roce 1969 jako mezinárodní samoregulující organizace pro mezinárodní trhy cenných papírů. ISMA se zasloužila

Zatímco pro období 30. až 70. let 20. století je charakteristické spíše zpřísňování regulace a dohledu nad finančním trhem, zhruba od 70. let minulého století docházelo postupně ke zřetelnému uvolňování a zmírňování regulačních pravidel a nástrojů. Přístup k regulaci a dohledu nad finančními trhy byl zejména v posledních dvou dekádách minulého století postupně značně liberalizován. V souvislosti s hodnocením probíhajících tendencí a trendů na světových finančních trzích, ale i v rámci vývoje světové ekonomiky je proto na přelomu 70. a 80. let minulého století zmiňováno nastoupení trendu **deregulace** (např. Pavlát, Kubíček, 2010, s. 86), který byl poté pro finanční trhy příznačný v podstatě až do roku 2008. Na finančních trzích bylo možné ve zmíněném období pozorovat opouštění přísných regulačních pravidel a nástrojů a příklon k liberálnějšímu pojetí regulace a dohledu. Zdá se, že k ukončení této tendence na finančních trzích podstatným způsobem přispěla finanční krize, krach finančních trhů a problémy finančních institucí na podzim 2008. Přestože se určité turbulence na světových finančních trzích objevovaly již v předchozích letech (např. v letech 1987, 1997, 2000 nebo 2002–2003), silné negativní jevy a problémy zasáhly jako smršť v roce 2008 postupně všechny světové trhy a ekonomiky, které se z tohoto negativního vývoje vzpamatovaly ještě několik dalších let.

Propady a krizový vývoj na světových finančních trzích, krachy a zásadní problémy finančních institucí podnítily a vyvolaly rozsáhlé legislativní a regulační změny s cílem krizovým a negativním jevům a turbulencím na světových finančních trzích v budoucnu zabránit, nebo je alespoň minimalizovat. Přístup k regulaci a dohledu nad finančními trhy byl tak na přelomu prvního a druhého desetiletí nového tisíciletí revidován a zpřísněn. Trend deregulace byl tímto zastaven.

Jako příčiny dramatických událostí v roce 2008 bývají uváděny nedostatečná regulace, selhání ratingových agentur, prasknutí nemovitostní spekulativní bubliny, nadměrná úvěrová expanze, přehnaná spekulace a panika nebo změny v uspořádání bankovních systémů. Ekonomové také stále častěji poukazují na přetrvávající problém globální nerovnováhy projevující se neudržitelnou zadlužeností USA jako na důležitou příčinu vzniku finanční krize. V reakci na finanční krizi a následující vývoj na finančních trzích došlo k zásadním změnám v regulaci nástrojů, subjektů i institucionálního uspořádání regulace a dohledu v USA i v Evropě.

o vytvoření mezinárodních standardizovaných obchodních postupů na mezinárodním trhu s dluhopisy. V červenci 2005 se ISMA a Mezinárodní asociace primárního trhu sloučily, čímž vznikla Mezinárodní asociace kapitálového trhu – International Capital Market Association (ICMA).

V důsledku ztráty důvěry ve finanční trh a v důsledku finančních problémů a krachů finančních institucí na podzim 2008 byl v USA H. Paulsonem navržen a Kongresem upraven a přijat **program TARP** (Troubled Asset Relief Program), který měl subjektům finančního trhu napomoci vypořádat se s problémy vyvolanými a souvisejícími s toxickými aktivy. Hlavním cílem programu bylo umožnit odkoupit nelikvidní, obtížně ocenitelná aktiva od bank a dalších institucí. Zároveň měl být nastartován proces úvěrování podniků a domácností, který po vypuknutí krize zcela zamrzl. V průběhu uvedeného programu byly provedeny dvě alokace finančních prostředků za zmíněným účelem, a to 350 mld. dolarů v říjnu 2008 a dalších 350 mld. dolarů v lednu 2009. V průběhu realizace programu TARP Ministerstvo financí USA rozhodlo rekapitalizovat banky místo odkupu jejich dluhů, čímž byl původní TARP revidován. Největším devíti bankám byla poskytnuta finanční injekce ve výši 125 mld. dolarů, stejná částka poté byla zároveň poskytnuta také menším finančním institucím. Přijetí a realizace programu TARP nebyly zpočátku příznivě přijaty veřejností. Je zřejmé, že daný program stál daňové poplatníky stovky miliard dolarů. Na druhé straně je nutné uvážit, že program poskytl likviditu, a tím zachránil mnoho finančních institucí, což zamezilo dalšímu šíření a prohlubování finanční krize.

Kromě programu TARP přistoupila vláda opatřením, z nichž první část byla zaměřena na obnovení finančně-ekonomické stability (uvolnění měnové politiky, snížení úrokových sazeb, poskytování krátkodobých úvěrů) a druhá část řešila sociálně-ekonomické problémy (rozšíření investic do vzdělávání, zdravotnictví, sociálního pojištění, infrastruktury, energetiky a podpora nízkopříjmových skupin).

V průběhu první poloviny roku 2009 Ministerstvo financí USA představilo návrh rozsáhlé finanční reformy, která byla po projednání a nezbytných změnách v roce 2010 schválena Sněmovnou reprezentantů a poté i Senátem pod zkráceným názvem **Dodd-Frank Act**. Hlavním cílem této skutečně nejrozsáhlejší finanční reformy od 30. let 20. století bylo zajištění stability finančního trhu, zvýšení důvěryhodnosti a transparentnosti trhu, ochrana daňových poplatníků, finančních spotřebitelů a omezení stínového bankovníctví, které v minulosti téměř nepodléhalo regulaci a dohledu.¹²

Změny vyplývající z Dodd-Frank Act je možné rozdělit do tří kategorií: část změn se týkala institucionálního uspořádání regulace a dohledu v USA, další část byla cílena na subjekty a instituce působící na finančním trhu a třetí

¹² MUSÍLEK, P. Finanční krize a jejich odezvy v institucionálních reformách: Glass-Steagall Act versus Dodd-Frank Act. *Český finanční a účetní časopis*. 2010, sv. 5, č. 2, s. 12.

část se zaměřovala na instrumenty, které jsou na finančním trhu nabízeny a obchodovány.

V důsledku přijetí Dodd-Frank Act vzniklo (popř. byly předdefinovány pravomoci) několik **nových regulatorních a dohledových institucí**. Jde o:

- Výbor pro finanční stabilitu (Financial Stability Oversight Council (FSOC)), který se zaměřuje na sledování úrovně systémových rizik finančních institucí a koordinuje spolupráci mezi všemi specializovanými regulačními a dohledovými úřady v USA,
- Úřad pro ochranu spotřebitelů (Consumer Financial Protection Bureau (CFPB)), který převzal pravomoci od bankovních a pojišťovacích dohledových úřadů v oblasti ochrany spotřebitelů a který by měl přispět ke zvýšení ochrany spotřebitelů a investorů před nekalými praktikami finančních firem,
- Úřad pro kontrolu měny (Office of Comptroller of the Currency (OCC)), jenž převzal pravomoci od Office of the Drift Supervisit (OTS), čímž by měl svou pravomoc rozšířit i na oblast spořitelnictví,
- Federální úřad pro pojišťovnictví (Federal Insurance Office (FIO)), jehož úkolem je koordinovat regulaci a dohled nad odvětvím pojišťovnictví.

Zároveň byly posíleny pravomoci FEDu výlučně dohlížet nad systémově významnými finančními institucemi, které mají podstatný vliv na finanční stabilitu.

Mezi **subjekty na finančních trzích** bude značná pozornost FEDu a Výboru pro finanční stabilitu věnována velkým finančním institucím, které budou označeny jako „systémově významné“, tj. institucím, jejichž krach může destabilizovat celou ekonomiku. Dodd-Frank Act ustanovuje možnost a uděluje pravomoc zestátnit a zlikvidovat velkou finanční instituci v situaci, kdy by její úpadek mohl ohrozit stabilitu celého finančního systému, přičemž prostředky vkladatelů by v takovémto případě byly vyplaceny ze státních fondů s tím, že stát může zavést dodatečnou daň pro finanční instituce s cílem získat finanční kompenzaci za realizovaný záchranný program. Podstatným způsobem se zpřísnily kapitálové požadavky pro tyto velké finanční instituce, byla zavedena nová pravidla likvidity a pákové pravidlo. Byly omezeny možnosti finančních institucí obchodovat na vlastní účet a možnosti investovat do rizikových hedgeových fondů. Své obchody s vymezenými druhy derivátových produktů musí finanční instituce vyčlenit do svých dceřiných společností.

Od svého vzniku v polovině 20. století do finanční krize byly hedgeové fondy téměř neregulovanými institucionálními investory, zaregistrovanými především v off-shore centrech (např. Kajmanské ostrovy, Bermudy apod.). Nemusely plnit rozsáhlou informační povinnost jako standardní fondy kolektivního investování, a proto bylo jejich hospodaření a investiční chování hodnoceno

jako značně netransparentní. Po zhruba šedesáti letech fungování hedgeových fondů byla zavedena povinná registrace správců hedgeových fondů a dále pak povinnost vytvořit stanovené evidenční informační systémy, aby bylo možné sledovat výši pákových pozic těchto fondů, strukturu jejich portfolií, a tím zvýšit jejich transparentnost, což by mělo podpořit stabilitu finančních trhů.

V předkrizovém období vycházel dohled nad ratingovými agenturami v rámci EU z kodexu, který byl vydán institucí IOSCO v roce 2004 a který obsahoval tyto hlavní zásady pro činnost ratingových agentur:

- dbát na kvalitu a integritu ratingového procesu,
- dbát na nezávislost hodnocení a vyhýbání se střetům zájmu,
- dbát na dodržování povinností vůči investiční veřejnosti a emitentům,
- zveřejňovat informace o vlastním kodexu chování.

Po vypuknutí finanční krize, ve které sehrály ratingové agentury neblahou roli, byla pravidla pro činnost ratingových agentur upravena a zpřísněna nařízením Evropské komise č. 1060/2009, které vstoupilo v platnost 7. 12. 2010 a bylo novelizováno hned v květnu 2011. Dohled nad činností ratingových agentur vykonává výhradně Evropský výbor pro cenné papíry a trhy¹³. Také Komise pro cenné papíry (SEC) v USA zavedla standardní regulaci a dohled nad ratingovými agenturami. Nově ratingové agentury podléhají registraci. Aby mohla být ratingová agentura registrována, musí splnit stanovené podmínky pro výkon své činnosti. Ratingové agentury mají povinnost zajistit kvalitu ratingu a ratingových metodik a omezit případný střet zájmů. Smyslem změny přístupu k ratingovým agenturám je snaha dosáhnout snížení závislosti na externích ratingových agenturách, zvýšení využívání interního ratingu, snaha podpořit vznik dalších zejména malých a středních ratingových agentur, napomoci zveřejňování většího množství informací a zprůhlednění používaných metodik a zvýšit odpovědnost ratingových agentur za plnění svých povinností a vytvoření možností postihu ratingových agentur při nedodržení povinností nebo při nedbalosti z jejich strany¹⁴.

¹³ European Securities and Markets Authority.

¹⁴ Executive Summary of the Impact Assessment: Proposal for a Regulation Amending Regulation (EC) No 1060/2009 on Credit Rating Agencies and a Proposal for a Directive Amending Directive 2009/65/EC on Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) and Directive 2011/61/EU on Alternative Investment Fund Managers. Europa. 2009 [on-line]. [cit. 2013-02-10]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/SEC_2011_1355_en.pdf

Další regulační změny v důsledku Dodd-Frank Act se týkaly samotných **investičních instrumentů**, a to zejména klasických derivátů a moderních sekuritizovaných strukturovaných produktů typu CDO's (Collateralized Debt Obligations). V rámci obchodování s deriváty je povinně zaveden institut centrální protistrany i u mimoburzovních derivátů. Obchody s derivátovými instrumenty mají finanční instituce povinnost realizovat buď na burzovních, nebo na speciálních swapových trzích. Co se týká sekuritizovaných strukturovaných produktů, které zaznamenaly v posledních letech masový boom, nově přijatá regulační opatření se zaměřila zejména na zvýšení kapitálového požadavku na tyto instrumenty, na povinnou držbu části sekuritizovaných produktů původním poskytovatelem úvěrů a na podstatné zvýšení a rozšíření informační povinnosti vztahující se k těmto instrumentům.¹⁵

V důsledku finanční krize došlo k hospodářskému propadu ve všech **zemích EU**, což vyburcovalo centrální banky těchto zemí k vytváření záchranných programů pro bankovní systém, spočívající zpravidla v přímých kapitálových investicích a poskytování záruk za bankovní depozita ohrožených bank. Ve druhé fázi pak následovaly pokusy o zásadní reformy v oblasti regulace a dohledu nad finančními trhy s cílem zabránit vzniku krize v budoucnosti. Přitom všechny země EU nebyly finanční krizí zasaženy rovnoměrně. Mnohem více zasáhla krize západoevropské země, ve kterých potom poskytovaná pomoc musela být daleko výraznější než např. ve střední Evropě.

Zatímco v roce 2008 ještě jednaly členské státy s Evropskou komisí o možnosti překročení rozpočtových schodků, v březnu 2009 se jednotlivé členské státy již přiklání k odpovědné rozpočtové politice spočívající v omezování rozpočtových výdajů. Snižování rozpočtových schodků se najednou stává hlavním předmětem zájmu. S největšími problémy se v této souvislosti potýkalo Řecko, kterému bylo poskytnuto několik záchranných balíčků ze strany ostatních států eurozóny. Problémy Řecka, ale postupně i dalších zemí v rámci EU podnítily nedůvěru v jednotnou měnu euro, což destabilizovalo i její vývoj.

Reakcí EU na krizi finančního sektoru a krizi veřejných financí byl vznik **Evropské bankovní unie**, která má přispět ke zvýšení transparentnosti, jednoty a bezpečnosti v eurozóně, ale i v celé Evropské unii. Cílem projektu Evropské bankovní unie je posílit postavení finančních institucí, aby byly schopny odolat případným finančním krizím, předcházet situacím, kdy jsou k záchraně

¹⁵ *Dodd-Frank The Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2010)*. Washington, D. C. U. S. Congress, 2010. U. S. Securities and Exchange Commission. About. Securities Laws [on-line]. [cit. 2013-02-22]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>

bank použity peníze daňových poplatníků, snížit roztržštěnost trhu prostřednictvím harmonizace pravidel v oblasti finančního sektoru a posílit finanční stabilitu v eurozóně i v EU.¹⁶ Evropská bankovní unie je tvořena třemi pilíři, kterými jsou: jednotný mechanismus dohledu¹⁷, jednotný mechanismus pro řešení krizí¹⁸ a společné pojištění vkladů klientů bank. V tomto okamžiku jsou funkční pouze první dva pilíře. Účast ve zmíněné bankovní unii je povinná pro všechny členské státy EU platící jednotnou měnou euro. Ostatní členské státy se mohou dobrovolně přidat.

Již v říjnu 2008 vznikla v rámci EU pracovní skupina vedená bývalým šéfem MMF **Jacquesem de Larosierem**. Tato skupina byla Evropskou komisí pověřena provedením analýzy příčin krize, současného stavu regulace a dohledu nad bankovním systémem a zejména vypracováním návrhu opatření na reorganizaci regulace a dohledu nad finančním systémem, jejichž praktická implementace by snížila pravděpodobnost opakování krize a zároveň by omezila systémovou zranitelnost jednotlivých národních trhů v důsledku vzájemné propojenosti. Výstupem činnosti Larosierovy skupiny byla tzv. **Larosierova zpráva**, která regulaci a dohled v rámci EU charakterizovala jako značně roztržštěnou a slabou. Zároveň Larosierova zpráva nabídla i své shrnutí a stanovisko k objasnění příčin finanční krize.

V první kapitole Larosierovy zprávy¹⁹ jsou uvedeny příčiny finanční krize a zároveň podrobněji rozebrána a diskutována jejich podstata a souvislosti. Jako příčiny finanční krize byly Larosierovou skupinou označeny:

1. Nadměrná likvidita

Většina světových ekonomik procházela od poloviny 90. let obdobím ekonomického růstu, který přispěl k vytvoření iluze o trvalé udržitelnosti hospodářské prosperity. Pro uvedené období byl charakteristický stálý růst objemu úvěrů, což se projevilo v rapidně rostoucích cenách aktiv a v následné nerovnováze mezi jednotlivými segmenty finančního trhu. Nízká hladina úrokových měr a příznivé podmínky pro získání hypoték

¹⁶ *Bankovní unie*. Evropská unie. Evropská rada. Rada EU [on-line]. [cit. 2018-04-2]. Dostupné z: <http://www.consilium.europa.eu/cs/policies/banking-union/>

¹⁷ V plném rozsahu začal fungovat od 4. 11. 2014. Tvoří ho Evropská centrální banka (ECB) a vnitrostátní orgány dohledu členských států EU.

¹⁸ Funguje od 1. 1. 2016. Je tvořen ústředním orgánem pro řešení krizí v podobě Jednotného výboru pro řešení krizí a Jednotným fondem pro řešení krizí, který má být použit v případě úpadku banky.

¹⁹ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU: *Chaired by Jacques de Larosiere*. 2009 [on-line]. [cit. 2013-04-29]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf

napomohly vzniku a posléze nafukování nemovitostní spekulativní bubliny. Mohutná úvěrová expanze v USA byla financována přílivem kapitálu z rozvíjejících se zemí s extrémními přebytky platební bilance. Tyto země masově skupovaly státní dluhopisy USA. Nadměrná, vysoká likvidita na americkém trhu vedla k poklesu výnosové míry. Rizikové prémie poklesly na svá historická minima. Zájem investorů, kteří hledali vyšší výnos, se přesunul buď k velmi rizikovým instrumentům, nebo k instrumentům se zabudovaným pákovým efektem, které byly často výsledkem procesu sekuritizace. Počet těchto sekuritizovaných instrumentů na trhu dramaticky rostl a zároveň se zvyšovala složitost a neprůhlednost sekuritizačních schémat.

2. Zásadní chyby při řízení rizik

V důsledku značné složitosti a nepřehlednosti schémat vzniku a samotné podstaty strukturovaných finančních produktů nedocházelo k adekvátnímu posouzení rizika spojeného s těmito instrumenty. Testování stresových situací bylo prováděno při úvaze mírnějších, nebo dokonce zcela špatných nebo nereálných předpokladů. Situaci komplikovala i netransparentnost některých tržních segmentů. Tyto okolnosti přispěly ke zvýšení nejistoty ohledně úvěrové kvality protistrany a k podlomení důvěry ve finanční sektor.

3. Nedostatky v činnosti ratingových agentur

Ohodnocení nekvalitních instrumentů ratingovými agenturami nebylo adekvátní. Hodnota nekvalitních instrumentů byla nadhodnocena, jejich riziko naopak nedoceněno. K nedostatečnému hodnocení rizik přispěl fakt, že ratingové agentury při hodnocení těchto rizik vycházely z historických dat z amerického trhu, přičemž tato data neodpovídala aktuální situaci. Také používaný metodologický aparát neodpovídal specifikům a charakteru moderních strukturovaných produktů.

4. Selhání corporate governance

Pojmem corporate governance lze označit systém nástrojů a prvků, kterými je určitá společnost či firma řízena a kontrolována. V systému corporate governance musí být vždy přesně definována práva a povinnosti mezi akcionáři, výkonným managementem, statutárními orgány, zaměstnanci a zákazníky. Nicméně v předkrizovém období nebyl management firem často schopen identifikovat a dostatečně zhodnotit všechna možná rizika, která mohou souviset se sekuritizovanými instrumenty. Nedostatky v identifikaci a hodnocení rizik pak logicky vedly k selháním v řízení a kontrole samotných společností, neboť nebylo možné zajistit vyvážené a plně fungující vztahy mezi společnostmi a výše uvedenými s ní souvisejícími subjekty.

5. Selhání regulace a dohledu

Hned z úvodních slov Larosierovy zprávy je zřejmé, že Larosierova skupina na finanční krizi pohlíží a tuto krizi hodnotí jako krizi celého finančního systému, tedy krizi či selhání tržního mechanismu. Regulační orgány a instituce věnovaly příliš mnoho pozornosti jednotlivým subjektům a firmám, a to na úkor celku. Zdá se tedy, že regulační a dohledové orgány příliš akcentovaly mikroekonomickou situaci jednotlivých subjektů a zároveň zanedbávaly makroekonomický pohled na finanční trh jako celek. Likviditě na finančních trzích nebyla věnována dostatečná pozornost. Spolupráce mezi jednotlivými regulačními a dohledovými orgány nebyla dostatečně efektivní. Informační zdroje nebyly mezi jednotlivými regulátory dostatečně navzájem sdíleny.

Na základě provedené analýzy příčin a důsledků finanční krize doporučila skupina expertů vedená J. Larosiérem vytvoření nového **Evropského systému finančního dohledu**, v rámci kterého je důsledně rozlišován makrobezpečnostní dohled a mikrobezpečnostní dohled. Cílem makrobezpečnostního dohledu je dohlížet na finanční systém jako celek, zajistit hladké fungování tohoto systému, ale i celé ekonomiky. Cílem mikrobezpečnostního dohledu je naopak vykonávat dohled a kontrolu jednotlivých finančních institucí za účelem ochrany klientů. K postupnému vytvoření nového Evropského systému finančního dohledu a nové struktury orgánů tohoto systému došlo ve dvou fázích v období 2009–2011.

V rámci makrobezpečnostního dohledu hraje významnou roli Evropská centrální banka (ECB), mezi jejíž povinnosti patří analýza finanční stability, rozvoj systémů včasného varování a provádění zátěžových testů. Pod záštitou ECB byl zřízen nový orgán s názvem **Evropská rada pro systémová rizika** (ESRB²⁰), jehož hlavním úkolem je analýza souvztažných a důležitých makroekonomických informací týkajících se finanční stability s cílem předcházet a zmírňovat systémová rizika, přičemž systémovým rizikem se rozumí „... narušení kontinuity finančního systému, které může mít závažné negativní dopady na vnitřní trh a reálnou ekonomiku. Všechny typy finančních zprostředkovatelů, trhů a infrastruktury mohou mít do určité míry systémový význam...“.²¹ Zároveň má

²⁰ European Systemic Risk Board.

²¹ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1092/2010 ze dne 24. 11. 2010 o makrobezpečnostním dohledu nad finančním systémem na úrovni Evropské unie a o zřízení Evropské rady pro systémová rizika. Brusel, European Commission, 2010 [on-line] [cit. 2013-02-20]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2001:140:0018:0019:CS:PDF>

ESRB přispět k zabezpečení efektivního toku informací mezi orgány mikroekonomického dohledu a informovat příslušné orgány při výskytu důležitých rizik hrozících finančnímu systému. Konkrétněji lze úkoly ESRB shrnout takto:

- identifikovat systémová rizika a vysílat včasné varování o potenciálních systémových rizicích,
- vydávat varování podle definované rizikové škály o tom, která rizika jsou vyhodnocena jako významná,
- vytvářet doporučení a hodnocení adekvátnosti rozhodnutí Rady EU proti hrozcím rizikům,
- spolupracovat s ostatními orgány Evropského systému finančního dohledu,
- koordinovat činnosti s mezinárodními organizacemi jako např. Mezinárodní měnový fond nebo Rada pro finanční stabilitu.

Pro vykonávání mikroobezřetnostního dohledu nad finančními trhy byl vytvořen evropský systém orgánů finančního dohledu (ESFS²²), který by měl být tvořen integrovanou sítí několika evropských orgánů dohledu. Dosavadní orgány dohledu si zachovaly své pravomoci, nicméně k 1. 1. 2011 byly zřízeny tři nové evropské dohledové orgány, pro oblast bankovníctví Evropský výbor pro bankovníctví (EBA²³), pro oblast kapitálových trhů Evropský výbor pro cenné papíry a trhy (ESMA²⁴) a pro oblast pojišťovnictví a penzijního pojištění Evropský výbor pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění (EIOPA²⁵), a také kolegia orgánů dohledu pro všechny nejvýznamnější přeshraniční instituce. Celoevropské dohledové instituce mají právní subjektivitu a pevně definované základní cíle. Financování těchto výborů je zajištěno z více zdrojů zahrnujících příspěvky národních dohledových institucí, dotace z centrálního rozpočtu EU a jednorázové poplatky placené tržními účastníky.

Evropský výbor pro bankovníctví (EBA) převzal veškeré úkoly a povinnosti Evropského výboru orgánů bankovního dohledu (CEBS). Hlavní cíle Evropského výboru pro bankovníctví lze shrnout takto:

- posílení mezinárodní koordinace dohledu,
- podpora sbližování dohledu,
- předcházení regulatorní arbitráži,
- poskytování poradenství institucím EU v oblasti bankovníctví a plateb,

²² European System of Financial Supervision.

²³ European Banking Authority (EBA).

²⁴ European Securities and Markets Authority (ESMA).

²⁵ European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA).

- poskytování poradenství týkající se správy a řízení společnosti, auditu a finančního výkaznictví²⁶.

Evropský výbor pro cenné papíry a trhy (ESMA) se zaměřuje na transparentnost a řádné fungování trhů s cennými papíry za rovných podmínek pro hospodářskou soutěž, a to vše zároveň při zajištění dostatečné ochrany investorů. Evropský výbor pro cenné papíry a trhy v podstatě přebírá pravomoci Výboru evropských regulátorů (CESR), nicméně v porovnání s CESRem byly značně posíleny jeho pravomoci zejména v těchto oblastech:

- možnost vypracovat technické normy, které budou právně závazné v členských státech EU,
- širší pravomoci v řešení sporů mezi vnitrostátními orgány,
- vykonávat výlučný dohled v oblasti registrace a dohledu nad ratingovými agenturami,
- možnost vydávat závazná právní rozhodnutí, kterými se příslušným orgánům příkazuje přijmout konkrétní opatření nebo zdržet se určitého jednání²⁷.

Evropský výbor pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění (EIOPA) se svou činností snaží přispět k vyšší stabilitě finančního systému, transparentnosti trhu a finančních instrumentů. Činnost uvedeného výboru je samozřejmě také směřována k zabezpečení ochrany pojištěnců a účastníků systému penzijního pojištění. Hlavní cíle Evropského výboru pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění lze definovat takto:

- zvýšit harmonizaci v uplatňování pravidel pro finanční instituce a trhy v celé EU,
- zajistit jednotnou regulaci a dohled v členských státech,
- účinně chránit spotřebitele,
- obnovit důvěru ve finanční systém,
- koordinovat případné reakce dohledových institucí EU v případě výskytu nenadálých situací²⁸.

Skutečně velkým problémem je zabezpečení adekvátního a efektivního dohledu právě nad velkými přeshraničními institucemi, se kterými je spojeno

²⁶ European Banking Authority: *About us* [on-line]. [cit. 2013-02-10]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/2001_009.pdf

²⁷ European Securities and Markets Authority: *Frequently Asked Questions* [on-line]. [cit. 2013-02-10]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/2011_009.pdf

²⁸ European Insurance and Occupational Pensions Authority: *About EIOPA* [on-line]. [cit. 2013-02-10]. Dostupné z: <http://eiopa.europa.eu/about-eiopa/index.html>

značné systémové riziko. K minimalizaci tohoto problému by měla přispět skutečnost, že národní dohledové orgány budou fungovat jako první kontaktní bod pro tyto firmy, zatímco evropské dohledové centrum bude koordinovat používání společných standardů na úrovni dohledu a bude zajišťovat úzkou spolupráci s dalšími dohledovými orgány²⁹.

Sektorovou harmonizaci v činnosti celoevropských dohledových institucí zajišťují společné orgány v podobě Společného výboru evropských orgánů dohledu (Joint Committee of European Supervisory Authorities), který se především zaměřuje na finanční konglomeráty, účetnictví a audit, analýzu mikrobezpečnostního dohledu meziodvětvového vývoje s akcentem na finanční stabilitu, maloobchodní investiční produkty, boj proti praní špinavých peněz a výměnu informací, a Odvolací senát (Board of Appeal), jenž rozhoduje o odvolání fyzických a právnických osob, a to i samotných dohledových institucí proti rozhodnutí celoevropských orgánů dohledu.

Každodenní rutinní dohledová činnost zůstává převážně v pravomoci národních dohledových úřadů, a to s výjimkou období výskytu finanční krize, kdy by bylo možné, aby některé operativní pravomoci přešly na celoevropské dohledové instituce. Nicméně je nutné vzít v úvahu, že dohled v jednotlivých státech EU vykonávají různé orgány a instituce, které se vyznačují odlišným stupněm samostatnosti, uspořádání a i zdroji financování, což implikuje i rozdílné způsoby a metody pro provádění samotného dohledu.

V ČR došlo v novém tisíciletí k plné integraci regulace a dohledu nad finančními trhy do jediné instituce v podobě centrální banky. Touto jedinou institucí, která v ČR od roku 2006 provádí regulaci a dohled nad finančním trhem, je ČNB, již lze považovat za součást celoevropského systému regulace a dohledu úzce spolupracující s Evropskou radou pro systémová rizika a evropskými výbory (EBA, ESMA a EIOPA) provádějícími dohled nad finančními trhy. Za zásadní změnu oproti minulosti je nutné považovat tu okolnost, že zatímco dřívější výbory CEBS, CESR a CEIOPS vytvářely výkladová stanoviska, která však měla pouze nezávaznou povahu, nově vzniklé výbory EBA, ESMA a EIOPA získaly **výraznou pravomoc připravovat návrhy regulačních technických a prováděcích technických norem**, jež se po schválení Komisí EU stávají závaznými pro výkon dohledové činnosti národními dohledovými orgány.

²⁹ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU: *Chaired by Jacques de Larosiere*. V. Reviewing and Possibly Strengthening the European System of Financial Supervision (ESFS). Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf

Zároveň mají výbory EBA, ESMA a EIOPA pravomoci k vynucování odpovídajícího uplatňování finančního práva EU ve vztahu k národním dohledovým orgánům. Dokonce dojde-li k nějaké nepříznivé, krizové či mimořádné události a národní dohledové orgány nejednají operativně a efektivně, mohou EBA, ESMA a EIOPA vydávat přímo vůči národním dohledovým orgánům nebo tržním účastníkům rozhodnutí. Značně rozsáhlé pravomoci získávají EBA, ESMA a EIOPA také v oblasti ochrany klientů při prosazování transparentnosti a spravedlnosti na trhu prostřednictvím koordinace vzdělávacích programů gramotnosti, stanovování standardů odborné přípravy ve finančnictví, vydávání varování před nepoctivými praktikami poskytovatelů finančních služeb, omezení nepoctivých nebo problematických finančních aktivit, ale také v oblasti vytváření etických a morálních kodexů ratingových agentur.

Na základě právě uvedených změn se lze domnívat, že změny v uspořádání dohledových institucí v rámci EU odstartovaly proces postupného a významného **přesunu regulatorně-dohledových pravomocí z národních dohledových orgánů na nové celoevropské orgány** EBA, ESMA a EIOPA s cílem podstatně zvýšit efektivnost regulace a dohledu nad evropským finančním trhem, a to především dohledu nad činností přeshraničně působících finančních institucí a subjektů.

Přesun dohledových pravomocí z národních na celoevropské dohledové orgány je také iniciován působením trendu snižování počtu samostatně operujících zejména národních dohledových institucí, vytvářením jednotných integrovaných dohledových institucí s rozsáhlými a zpravidla nadnárodními pravomocemi, který je možné v rámci EU pozorovat minimálně od počátku nového tisíciletí. Celý vývoj – zdá se – směřuje k vytvoření jednotného celoevropského regulatorně-dohledového mechanismu, který by měl v prostředí charakteristickém masivním rozvojem přeshraničního obchodování a podnikání finančních skupin zajistit efektivní fungování finančního trhu. Centralizace dohledu a přesun pravomocí však samo o sobě toto nezajistí. Ve velké míře závisí na kvalitě a účinnosti nástrojů, opatření dohledové politiky, odbornosti a schopnosti zaměstnanců, praktických možnostech vynucování pravomocí, možnostech pro snižování nákladů aj.

2. KAPITÁLOVÝ TRH

*Burzovní logika není to samé
jako logika všedního dne.
Na burze se nedají události
předvídat, jen odhadovat.*

A. KOSTOLANY³⁰

Kapitálový trh může existovat buď v podobě burzy, tedy organizovaného burzovního trhu, nebo v podobě mimoburzovního trhu, který může být organizovaný či dnes častěji neorganizovaný. Nejprve se v dalším textu blíže podíváme na burzu, jež může být oprávněně považována za nejvýznamnější součást celého komplexu finančních trhů. Burzovní trh se vyznačuje několika specifickými rysy, na něž upozorníme, a plní v ekonomice několik velice důležitých funkcí, které zmíníme. Předmětem našeho zájmu bude zejména burza cenných papírů, jež je nejvýznamnějším druhem burzovního trhu. Na závěr kapitoly si krátce přiblížíme podstatu mimoburzovního trhu.

2.1 Burza cenných papírů

Burza je organizovaným sekundárním trhem, kde je obchodován zvláštní předmět v podobě investičních instrumentů za zcela specifických, přesně vymezených podmínek. Tyto podmínky definují okruh subjektů, jež mají přístup na burzu, druh, charakteristiky a vlastnosti instrumentů, které mohou být za určitých podmínek předmětem obchodování, pravidla, postupy a techniky obchodování a obchodování vymezují z hlediska času a místa.

Pro původ pojmu „burza“ existuje několik vysvětlení. Nejčastěji je pojem burza odvozován od jména patricijské rodiny Van der Boerse³¹, která sídlila v Bruggách. Jednalo se o rodinu, v jejímž domě se konaly schůzky burzovních obchodníků. Z Brugg, kde se začal zhruba v 15. století v uvedeném smyslu používat, se pojem burza rozšířil do Antverp a později do celé Evropy. Podle

³⁰ KOSTOLANY, A. *Peníze a burza: umění, jak přijít k bohatství*, Liberec: Mirage, 2007, s. 286–287.

³¹ Uvádí se rovněž jméno Van der Beurse.

jiného názoru pochází slovo burza z řeckého slova „Βουρσα“, což bylo označení pro kožený měšec. Ten měla ostatně ve svém štítu zobrazen i zmíněná rodina Van der Boerse, čímž se obě vysvětlení vzájemně nevylučují. Třetí uváděné vysvětlení původu slova burza se pokouší daný pojem odvodit ze středověkého slova „bursae“, což bylo označení pro kupecké koleje.

2.1.1 Vznik, historický vývoj burz a současné trendy v jejich vývoji

Burzovní trhy sehrávaly, sehrávají a budou sehrávat v systému finančních trhů v tržních ekonomikách nezastupitelnou a významnou roli. Je zcela logické, že se tato role, ale i podoba a principy fungování burzovních trhů v průběhu století měnily a vyvíjely v reakci na probíhající historické, politické a ekonomické události a souvislosti. Přibližme si nyní ve stručnosti genezi světového burzovníctví od dob jeho počátků v období vrcholného, až pozdního středověku až do současnosti, tj. do počátku 21. století.

Počátky burzovních trhů je možné hledat již ve 12. a 13. století v italských městech Luce, Janově, Florencii, Benátkách a Milánu. Za první předchůdce burz jsou považovány zpočátku neformální a nepravidelné schůzky italských obchodníků, které se uskutečňovaly v okolí faktorii³² těchto obchodníků poblíž italských konzulárních domů, tzv. loggií. Obchodovalo se především s cennými papíry v podobě smének a o něco později také s dlužními úpisy. Rovněž zde docházelo ke směnám mincí jedné měny za jinou. A právě existencí zastupitelného předmětu obchodování se tyto obchodní schůzky svým charakterem začaly odlišovat od klasického obchodu na trhu s běžným zbožím nabízeným jiným obchodníkům nebo obyvatelstvu.

Je nezbytné uvést, že schůzky obchodníků v těchto prvopočátcích burzovního obchodu měly pouze neformální charakter. Burza nebyla formálně organizována, neexistovala burzovní legislativa, obchody nebyly standardizovány. Účastnit obchodu se mohl v podstatě kdokoli. Postupem času si však obchodníci mezi sebou zaváděli určitá pravidla pro obchodování a zároveň začali omezovat okruh účastníků obchodů a vytvářet burzovní spolky. Po objevení námořních cest do Ameriky a do Východní Indie v 15. a 16. století se centrum burzovních obchodů přesunulo nejdříve do Brugg a později do Antverp.

Za určitý mezník či začátek další etapy burzovníctví je považováno postavení reprezentativní burzovní budovy v Antverpách v roce 1531, která však nezůstala osamocena. V průběhu 16. a 17. století jsou zakládány burzy ve

³² Hist. osada založená za obchodními účely.

Francii (v Lyonu 1546, v Toulouse 1549, v Besançonu 1552, v Rouenu 1556, v Paříži 1563, v Bordeaux a v Marseille 1595), v Holandsku (v Amsterdamu 1608), v Anglii (v Londýně v letech 1564–1567), ale i v Německu (v Norimberku a Augsburgu pol. 16. stol., v Hamburku 1558, v Kolíně nad Rýnem 1566, v Lübecku 1605, v Brémách 1614, v Berlíně až 1716). Tvář burzovních obchodů se v průběhu 16. až 18. století začíná postupně měnit. Burzy dostávají institucionální podobu, vznikají burzovní kluby a spolky, čímž se přístup na burzu výrazně omezuje. Burzovní spolky stanovují poplatky za členství, za poskytování kurzových informací, za samotný přístup na burzu. Obchodníci sdružení v burzovních spolcích si vytvářejí přesná pravidla pro obchodování. Do činnosti burzovních spolků stát příliš nezasahoval kromě samotného vzniku burzy, který byl potvrzen panovníkem příslušnou listinou. Burzovní legislativa v takové podobě, v jaké je známa dnes, se však začala vytvářet až v průběhu 19. století.

Předmětem obchodování na prvních burzách bylo zboží, směnky³³, mince a později různé druhy dluhopisů. Na počátku 17. století přichází ke slovu další druh cenného papíru – akcie. V tomto období totiž vznikají na území Holandska první akciové společnosti, které se zabývají námořním obchodem se vzdálenými zeměmi v Asii. Stavba lodí a realizace samotné plavby byly velice nákladnými činnostmi, které sice slibovaly v případě úspěšného návratu tučný zisk, nicméně vždy s vysokým rizikem. Pro uskutečnění svých záměrů si akciové společnosti musely opatřit velké množství kapitálu. Jako potvrzení o poskytnutém kapitálu začaly akciové společnosti vydávat stvrzenky, které se označovaly jako akcie. V roce 1608 byla založena burza v Amsterdamu. A právě amsterdamská burza byla první burzou, kde se na začátku 17. století začalo obchodovat s akciemi Východoindické společnosti, která získala od státu monopol na obchod s Východní Indií. V historii burzovníctví sehrává amsterdamská burza velice důležitou roli, neboť první obchody s akciemi zde umožnily vzniknout typickému prvku burzovního světa, kterým je spekulace a spekulativní obchody. Vedle promptních obchodů, které byly na burzách nejdříve výlučně uzavírány, později vznikají a rozvíjejí se také termínové obchody. Jednotlivé burzy se specializují podle předmětu obchodování. Vznikají burzy, kde se obchoduje s cennými papíry, zbožové burzy, plodinové burzy, popř. i specializované burzy, kde se obchoduje pouze s měnami (např. Anglie 18. století).

Za první burzovní centra lze tedy považovat Belgii, Holandsko, Francii a s nepatrným zpožděním také Anglii, kde jsou první burzy zakládány až ve

³³ Historické jméno, které potvrzuje konání dávných obchodů se směnkami, si v Paříži uchoval most nedaleko Louvru nazývaný Most Směnárníků (Pont-au-Change).

2. polovině 16. století a většího významu po nezbytném procesu tříbení nabývají až ve 2. polovině, resp. koncem 17. století. Na rozdíl od Belgie, Holandska a Francie však pozice Anglie jako světové mocnosti a finančního centra roste i v dalších stoletích a s ní i význam anglických finančních institucí. Vrchol pak Anglie zažívá v 19. století.

Pro vývoj burzovnictví 16.–19. století je typický zcela autarktní, oddělený vývoj, který byl způsoben zejména obtížnou a zdlouhavou možností komunikace, ale mnohdy i politickými a mocenskými zájmy. Spojení mezi jednotlivými burzovními trhy a obchodníky v daném období bylo minimální, zcela závislé na zdlouhavé a většinou problematicky doručitelné korespondenci. Zásadní zlom v osamoceném vývoji burz nastává až v polovině 19. století v souvislosti s objevem telegrafu. Snadnější a rychlejší přesun informací podnítl počátek formování mezinárodního finančního trhu.

Ve zbývající části Evropy, popř. světa, dochází ke vzniku burz s určitým zpožděním vyvolaným specifickými okolnostmi často národního charakteru. Burzy na území dnešního Německa sice začaly vznikat již ve 2. polovině 16. století a během 17. století, ale hrály až do 2. poloviny 18. století zcela mizivou roli. Obchodovalo se zde pouze s měnami a směnkami. Svou roli zde sehrála i politická rozdrobenost Německa. Poněkud vzrostl význam frankfurtské burzy v souvislosti s aktivitami bankovního domu Rotschildů ve 2. polovině 18. století a v 19. století, nicméně uvedená burza stále zůstávala především dluhopisovou burzou. K podstatnému rozmachu berlínské burzy dochází až po sjednocení Německa po roce 1871. V této době svým významem předstihla frankfurtskou burzu a pozici nejdůležitější německé burzy si berlínská burza zachovala až do II. světové války.

Na území Rakouska-Uherska byla první burza založena patentem císařovny Marie Terezie ze 14. 7. 1771. Hlavním cílem vzniku rakousko-uherské burzy bylo vytvoření veřejného trhu pro obchodování s cennými papíry, zejména státními dluhopisy. Kromě cenných papírů se na burze obchodovalo také se směnkami a měnami. Burza byla zakládána s cílem zabránit uzavírání pokoutních, tajných obchodů s cennými papíry, zavést základní jednotná pravidla pro obchodování a vytvořit trh, kde by mohly být umísťovány a obchodovány státní dluhopisy.

Je známým faktem, že newyorská burza (NYSE) byla založena v roce 1792 na Wall Streetu, kde se od počátku obchodovalo s cennými papíry, zejména se státními dluhopisy. Nicméně NYSE není nejstarší americkou burzou. Tou je burza ve Philadelphii, která se specializuje zejména na obchodování s akciemi a různými druhy opcí a která byla založena již v roce 1790. Průmyslová revoluce a mohutný rozmach hospodářství v první polovině 19. století podnítl

nárůst počtu emisí jak dluhopisů, tak akcií. Další burzy byly v USA zakládány v průběhu 19. století [např. Boston Stock Exchange 1834, Chicago Board of Trade (CBOT) 1848, New York Mercantile Exchange (NYMEX) 1882, Chicago Mercantile Exchange (CME) 1898]. V Kanadě vznikají burzy až od 2. poloviny 19. století (v Torontu v roce 1852, v Montrealu v roce 1872 nebo ve Vancouveru v roce 1907).

Ke vzniku burz na území dnešního Švýcarska došlo až v průběhu 19. století. Burza v Ženevě vznikla v roce 1863, burza v Basileji v roce 1875 a burza v Curychu v roce 1885, přestože první senzálský řád obsahující základní pravidla obchodování s cennými papíry a komoditami vznikl již na přelomu 17. a 18. století. Hlavním důvodem tohoto zpoždění v zakládání uvedených burz byl nedostatek kapitálu, a tudíž malá rozvinutost obchodů s cennými papíry.

Itálie sice dala světu začátky bankovníctví a burzovníctví, nicméně s objevením Ameriky v roce 1492 a s dalšími zámořskými objevy se centrum finančnictví přesunulo do západní Evropy a později také do Anglie, kde vznikly první burzovní budovy a kde burzovní obchod dostal první všeobecně platná pravidla. Italské burzovníctví zatím stagnovalo a po dlouhá léta zaostávalo za evropským vývojem. Burzy jako instituce byly proto na území dnešní Itálie zakládány až v jedné z posledních vln v průběhu 19. století (např. burza v Milánu v roce 1808 a burza v Římě v roce 1821).

Je s podivem, že v Rusku, které bylo považováno za zaostalou, agrární a feudální zemi ještě na začátku 20. století, byla burza, kde se obchodovalo se směnkami a zbožím, založena v Petrohradě již v roce 1703 snad nejvýznamnějším ruským carem Petrem Velikým.

Zbytek Evropy a světa zasáhla vlna zakládání burz postupně v průběhu celého 19. století. Jako první byla v uvedeném století císařem Napoleonem I. v roce 1801 založena burza v Bruselu. Burza v Oslu vznikla poté v roce 1819, burza v Madridu v roce 1831 a burza ve Stockholmu v roce 1863. Na území Austrálie a Nového Zélandu vznikaly první burzy až v posledních 30 letech 19. století (např. v Sydney v roce 1871, v Melbourne v roce 1885 nebo v Perthu v roce 1889). Sedmdesátá až devadesátá léta 19. století ostatně přinesla vznik burz také v Japonsku v Tokiu a v Osace v roce 1878, dále v tehdejších Burských republikách, v dnešní Jihoafrické republice v Johannesburgu v roce 1887, v Indii v Bombaji v roce 1875, v Chile ve Valparaísu v roce 1892 a v Santiagu v roce 1893, a konečně v Mexiku v Mexico City v roce 1894).

V průběhu 19. století dochází postupně v jednotlivých zemích k vytvoření klasického burzovního trhu. Trhy cenných papírů zažívají během 19. století skutečně masový rozmach. Roste zájem investorů o akcie, které zaznamenávají svůj do té doby nejdynamičtější rozvoj, stávají se předmětem divoké burzovní

spekulace, což se odrazí i ve zvýšeném riziku. Kapitálové trhy a celá ekonomika se vyvíjejí cyklicky a zpravidla bývají každých 7–8 let postiženy krizemi.

Velice negativně byl vcelku uspokojivý vývoj burzovních trhů přerušen I. světovou válkou. Obchodování bylo na většině burz pozastaveno nebo stagnovalo, pro ekonomický vývoj jednotlivých zemí byl typický měnový chaos, inflace a vysoká zadluženost. Meziválečná 20. a 30. léta 20. století navázala na fungování burzovních trhů před I. světovou válkou. Zejména pro 20. léta 20. století je pak typický obrovský rozmach klasického burzovníctví, který přerušil a ukončil krach na newyorské burze v říjnu 1929 a následná hospodářská krize v letech 1929–1932. Všechny světové burzy byly postupně postiženy hlubokým a dlouhotrvajícím poklesem kurzů a objemů obchodů. Řada investorů utrpěla katastrofální ztráty a jejich důvěra v burzovní trhy byla zničena. Krizovou situaci na kapitálových trzích se regulační orgány a stát snažily ve 30. letech 20. století řešit silnými, restriktivními zásahy do fungování těchto trhů, změnou burzovního zákonodárství, omezením rizikových a spekulativních transakcí. Světové klasické burzovníctví tímto dostalo modifikovanou podobu.

Z krizového vývoje na přelomu 20. a 30. let 20. století se světové burzy stihly do II. světové války zotavit pouze částečně. S vypuknutím II. světové války bylo obchodování na jednotlivých burzách opět přerušeno či značně omezeno. Ve skupině zemí, kde byla po válce implementována centrálně plánovaná ekonomika (např. Česká republika, Maďarsko, Polsko), pak již nebyla činnost burz cenných papírů až do 90. let 20. století znovuoobnovena, neboť v zavedeném typu centrálně plánované ekonomiky burza v podstatě neměla své místo, nehrála podstatnější roli, protože rozdělování a přerozdělování finančních prostředků zajišťoval státní plán, a nikoliv finanční trh. Přesto několik plodinových burz existovalo bez většího významu i v některých centrálně plánovaných ekonomikách (např. Polsko, SSSR).

Vývoj burzovníctví v zemích s tržní ekonomikou se po II. světové válce v podstatě vyvíjel dvěma cestami. V jedné skupině zemí (např. Francie, Rakousko, Finsko, Švédsko) byla po II. světové válce aplikována hospodářská politika založená na silných státních zásadách do ekonomiky, která do určité míry omezila působení tržní ekonomiky, i když tato zde zůstala zachována, a taktéž potlačila fungování a vliv burzovních trhů. Burzy a kapitálové trhy vůbec v této skupině zemí sice existovaly, nicméně při alokaci a realokaci finančních prostředků hrály zhruba až do 80. let 20. století zcela nepodstatnou, zanedbatelnou roli.

Ve druhé skupině zemí (např. USA, Velká Británie, Kanada) burzovní trhy navázaly po II. světové válce na předválečné modifikované klasické

burzovníctví. Burzovní trhy zde fungovaly na běžných tržních principech, sice pod vlivem relativně přísné regulace, nicméně přesto plnily významnou roli v tržní ekonomice, a to jak pro makroekonomické, tak mikroekonomické subjekty a širokou investorskou veřejnost.

Zcela zásadní změny ve světovém burzovníctví odstartovala 80. léta 20. století. Dochází k renesanci, reorganizaci a k zásadním reformám v oblasti burzovníctví. Tento zlom vyvolala celá řada souběžně v té době působících faktorů, jako např. změna uplatňovaných hospodářských politik a systémů regulace a jejich příklon k liberalismu a svobodné tržní konkurenci, masová vlna privatizací státních podniků, zánik centrálně plánovaných ekonomik v zemích střední a východní Evropy, značný nárůst konkurence a finančních rizik a masový rozvoj výpočetní a telekomunikační techniky.

Světové burzovníctví 90. let 20. století a počátku 21. století, které prošlo zmíněnou reformou a zásadními změnami, a světové finanční trhy vůbec získaly zcela novou tvář. Pro tuto tvář jsou typické tyto **vývojové trendy**, které lze stručně objasnit takto:

- Silná vlna **elektronizace burzovních trhů**, která byla umožněna technickou a technologickou revolucí v oblasti výpočetní a telekomunikační techniky. Charakter a podoba obchodování na burzách se v důsledku elektronizace zásadně změnily. Na většině burz se přestalo obchodovat na parketu, obchodníci a burzovní zprostředkovatelé se přestali osobně setkávat. Obchodování na burze dostalo automatizovanou podobu, a to ať již v podobě fyzického automatizovaného obchodování, kde obchodníci manuálně zadávají obchodní příkazy do počítačového systému burzy, nebo v podobě algoritmického obchodování (jehož jednou podobou je dnes tak populární vysokofrekvenční obchodování), kde vytvoření, zaslání a vykonání obchodního příkazu je řízeno vytvořeným programem. Elektronizace burzovních trhů způsobila, že role některých dříve nezbytných účastníků obchodování (např. dohodce-senzál nebo runner) byla zcela nahrazena výpočetní technikou. I na burzách, kde je výjimečně, většinou v omezené nebo modifikované podobě zachováno obchodování na parketu, je toto obchodování vždy masivně podpořeno výpočetní technikou.
- **Deregulace**, jež znamená opouštění přísných, striktních administrativních metod a nástrojů regulace a jejich nahrazování tržními, liberálními metodami a nástroji. Regulační orgány na konci století a na počátku století nového výrazně omezily své zásahy do fungování trhu. Došlo k uvolnění regulačních bariér pro pohyb kapitálu, ale i finančních a nefinančních institucí. Ruku v ruce s deregulací probíhala liberalizace v oblasti finančního podnikání, fungování finančních trhů a pohybu kapitálových toků. Je

nezbytné uvést, že proces deregulace byl umožněn podstatnými změnami v ekonomickém myšlení, ke kterým došlo v 70. a 80. letech 20. století a zároveň také masivním rozvojem výpočetní a telekomunikační techniky ve stejném období. Samotná deregulace iniciovala a umožnila nástup dalších trendů na finančních trzích (např. vznik nových finančních instrumentů, internacionalizaci a globalizaci, proces slučování burzovních trhů aj.). Zároveň si je třeba uvědomit, že deregulační opatření přispívají k nárůstu konkurence a působí pro i proti trendu dezintermediace. USA zasáhla vlna deregulace již v 70. a 80. letech 20. století. V 80. letech se pak přelila do Kanady a do Velké Británie, kde vyvolala skutečně zásadní změny. S razantností těchto změn koresponduje souhrnné označení „Velký třesk“ (Big Bang), kterým jsou tyto změny ve fungování finančního trhu a institucí ve Velké Británii, ke kterým došlo v roce 1986, nazývány. V závěru 80. let se vlna deregulace přesunula do Francie a do Japonska, kde s sebou rovněž přinesla drastické změny. O poznání pozvolněji pak deregulace finančního trhu a institucí probíhala na přelomu 80. a 90. let a v 90. letech samotných ve Švýcarsku, Rakousku a Německu. Turbulence a krizový vývoj na burzovních trzích v závěru prvního desetiletí 21. století přispěly, zdá se, k pozastavení trendu deregulace. Ve snaze eliminovat některé negativní vlivy a faktory, které vyvolaly finanční krizi v roce 2008, přistoupily regulační orgány v posledních několika letech spíše ke zpřísnění stávajících a doplnění dalších nástrojů regulace. Využívány jsou však stále nástroje nepřímé. Nicméně proces deregulace byl v tomto okamžiku zastaven.

- V důsledku politických a ekonomických změn v zemích střední a východní Evropy, ke kterým došlo v samotném počátku 90. let 20. století, byly v těchto zemích **zakládány nové burzovní trhy**, jejichž vývoj byl v 90. letech nutně poznamenán následně probíhajícími transformačními procesy v těchto ekonomikách. V novém tisíciletí je již však na jednotlivých relativně mladých burzovních trzích možné vysledovat jejich zpravidla odlišné cíle, orientaci, pozici v daném regionu a rozdílné stupně vývoje.
- Termínem **sekuritizace** lze označit proces, v rámci kterého dochází k relativnímu snižování objemu finančních prostředků, jež jsou alokovány prostřednictvím bankovních úvěrů, a zároveň k relativnímu zvyšování objemu finančních prostředků, které jsou alokovány prostřednictvím cenných papírů. Cílem sekuritizace je tedy přeměnit neobchodovatelné aktivum (např. bankovní úvěr) na aktivum obchodovatelné (dluhopis). Trend sekuritizace, jenž na finančních trzích probíhá již od 70. let 20. století, byl vyvolán přísným bankovním regulačním opatřením typu kapitálová přiměřenost, které striktně vymezuje rozsah aktivních operací banky. Ve snaze získat prostor

pro další aktivní ochody, zvýšit rentabilitu vlastního kapitálu a snížit úvěrové a úrokové riziko banka úvěry o stejných charakteristikách (např. hypotéky, půjčky na nákup automobilů, půjčky na studium aj.) shromáždí do „balíků“, které prodá nebankovní instituci, na niž se nevztahuje bankovní regulace. Nebankovní instituce na budoucí příjmy z úvěrů (splátky) emituje postupované cenné papíry, které za pomoci investiční banky umístí na finančním trhu. Pozitivními důsledky sekuritizace jsou snížení nákladů na získávání kapitálu, zvýšení likvidity aktiva, snížení rizika a zvýšení rentability vlastního kapitálu banky. Za negativní rys sekuritizace lze považovat mnohdy vysoké transakční náklady, které jsou spojeny s vytvořením a prodejem „balíku“ úvěrů a následně s emisí postupovaných cenných papírů, stejně jako složitost a mnohdy neprůhlednost celého schématu procesu sekuritizace.

- Mohutný **nárůst počtu obchodovaných instrumentů a objemu** s nimi uzavíraných obchodů, jenž se odrazil v nárůstu celkové tržní kapitalizace kapitálových trhů, je důsledkem celé řady okolností, mezi které patří vzestupný trend ve vývoji světové ekonomiky, zvýšená poptávka ze strany institucionálních investorů, nárůst počtu burzovních trhů a počtu tržních segmentů na nich, vznik nových finančních instrumentů, zvýšení počtu realizovaných primárních emisí, sekuritizace, internacionalizace a globalizace finančních trhů aj.
- V reakci na značný nárůst finančních rizik v poslední třetině 20. století, ale i na počátku 21. století vznikají průběžně zcela **nové finanční instrumenty**. Konkrétně v 70. a 80. letech vznikají různé druhy opcí, financial futures a inovací na trhu dluhopisů, které investorům umožňují zajistit se proti narůstajícím rizikům na finančních trzích. Vedle zajištění se proti rizikům nabízí většina těchto instrumentů investorům zároveň možnost spekulace. Na přelomu tisíciletí se skupina finančních instrumentů rozrůstá o investiční certifikáty, CDO's, ETF's, ETN's a ETC's, které si v krátkém čase získávají zájem širokého okruhu investorů.
- Trend **institucionalizace** se projevuje tím, že zcela rozhodující roli na světových kapitálových trzích sehrávají velcí institucionální investoři, kteří spravují ohromný objem majetku (penzijní fondy, pojišťovny, investiční společnosti a fondy). Drobným investorům dnes již na kapitálových trzích přísluší nevýznamná, zcela zanedbatelná role.
- **Konsolidace finančních institucí** se projevuje v neustálém růstu velikosti těchto institucí a ve snižování jejich počtu, k čemuž přispívá jejich slučování, fúze. Tendenci ke konsolidaci finančních institucí se ekonomové pokoušejí vysvětlit buď jako důsledek působení regulatorních opatření,

nebo tržních sil, nicméně diskuze pokoušející se v plné šíři objasnit prameny vzniku konsolidace finančních institucí stále pokračují. Jedním z důsledků konsolidace je, že finanční instituce stále častěji existují v podobě finančních supermarketů, které pod jednou střechou nabízejí zcela různorodé finanční služby a produkty (např. přijímání vkladů, poskytování úvěrů, obchodování s cennými papíry, emisní obchody, pojišťovací obchody, správu majetku, leasingové služby aj.), což jim na jedné straně umožňuje dosahovat úspor ze sortimentu, synergického efektu, diverzifikace rizika a určitých konkurenčních výhod, nicméně na druhé straně zpravidla znamená nárůst a problematickou kontrolu nákladů.

- V posledních 30 letech se zřetelně projevuje tendence k **intelektualizaci** přístupu k obchodování na finančních trzích, což je patrné ve zdůrazňování významu informací, vědomostí, dovedností a znalostí jako základních faktorů, které determinují investorův úspěch. Fungování finančních trhů a nově vznikající instrumenty představují stále složitější mechanismy propojené složitými vazbami. Pochopení a dobrá orientace v těchto složitých mechanismech si nezbytně vyžaduje odborných znalostí podstaty fungování a principů ohodnocování investičních instrumentů, metod konstrukce a řízení portfolia, ale i všech principů, zákonitostí a souvislostí ve fungování finančních trhů doplněných zkušenostmi a praxí.
- **Cenová integrace** se projevuje velice úzkým cenovým propojením jednotlivých kapitálových trhů a jejich segmentů, které způsobuje, že jednotlivé segmenty kapitálových trhů nebo samotné kapitálové trhy jsou udržovány ve vzájemné rovnováze. V zásadě tedy neexistují rozdíly mezi cenami jednoho instrumentu v různých tržních segmentech nebo na různých trzích. Pokud by se objevily nějaké diskrepance mezi cenami určitého instrumentu na různých tržních segmentech nebo trzích, jsou velice rychle, téměř okamžitě eliminovány aktivitami ziskovým motivem poháněných arbitrážérů.
- **Internacionalizace a globalizace kapitálových trhů** je proces postupného propojování a srůstání národních či regionálních kapitálových trhů, který vede k formování jednotného celosvětového kapitálového trhu. Přitom si je třeba uvědomit, že internacionalizace a globalizace kapitálových trhů byla umožněna deregulací trhu, v jejímž důsledku došlo postupně k naprosté liberalizaci pohybu kapitálu a subjektů mezi zeměmi, a mohutným rozvojem výpočetní techniky, která propojila kapitálové trhy v různých částech světa a umožnila subjektům z jednoho místa, v jednom okamžiku obchodovat na trzích po celém světě. Úzké propojení mezi světovými trhy však na druhé straně přináší nárůst rizika pramenící z faktu, že při příliš úzkém propojení trhů dochází k rychlému a snadnému šíření nervozity, poruch či krizových

situací a projevů z jednoho trhu na druhý, jak jsme toho byli svědkem nejen v případě Asijské krize v roce 1997, prasknutí Technologické bubliny v roce 2000 nebo finanční krize v roce 2008. Další nevýhodou, která plyne z trendu internacionalizace a globalizace kapitálových trhů, je fakt, že těsnější propojení trhů znamená silnější závislost jejich vzájemných pohybů, což zásadním způsobem omezuje možnosti diverzifikace systematického rizika v důsledku mezinárodního investování.

- **Dezintermediace** je termín, kterým se označuje situace, kdy dochází k přelévání stále většího objemu volných finančních prostředků mezi přebytkovou a deficitní jednotkou bez účasti bankovního zprostředkovatele. Dezintermediace tedy bývá chápána jako obcházení bankovního systému. V důsledku dezintermediace je bankovní úvěrování stále častěji nahrazováno půjčkami od nebankovních institucí, což vede k zesílení konkurence na finančních trzích. Dalším projevem dezintermediace je nahrazování klasických kontokorentních úvěrů emisemi FRN³⁴ nebo nahrazení emisí určitého typu dealerských komerčních papírů emisemi přímých komerčních papírů určitého typu. Trend dezintermediace se projevuje i na kapitálových trzích, a to snahou obejít se bez některých investičních služeb poskytovaných obchodníky s cennými papíry a investičními bankami.
- **Centralizace regionálních burz** v jedinou národní burzu je trendem, který se na kapitálových trzích velice silně projevoval zejména koncem 80. let a v 90. letech 20. století. Dá se říci, že do jisté míry předznamenal trend vzájemného slučování národních burz, který byl nastartován hned vzápětí – na sklonku 20. století.
- Slučování a **vzájemná spolupráce národních burz a vytváření burzovních aliancí** a přeshraničních obchodních systémů (např. EUREX v roce 1998, NOREX v roce 1999, EURONEXT v roce 2000, NYSE Euronext v roce 2007, NASDAQOMX v roce 2008, CEESEG v roce 2010) je motivována snahou snížit transakční náklady spojené s obchodováním, lépe a snáze čelit mezinárodní konkurenci, zvýšit likviditu obchodovaných instrumentů, nabídnout investorům další investiční příležitosti, zajistit dostatečnou diverzifikaci rizik, zvýšit transparentnost obchodování díky harmonizaci pravidel pro obchodování a zabezpečit co nejefektivnější alokaci a realokaci volných finančních prostředků.
- Vedle tradičních finančních center (New York, Londýn, popř. Paříž, Frankfurt) vznikají a **roste význam dalších finančních center** (zejména Japonsko, Čína – zvláště Šanghaj a Hongkong, Šen-čen, Indie), které tvoří

³⁴ Floating Rate Notes = dluhopis s proměnlivým zúročením.

protiváhu a zároveň konkurenci původním tradičním finančním centrům. Teritoriální struktura světového kapitálového trhu doznává podstatných změn.

První události a vývoj kapitálových trhů, ke kterým došlo na počátku nového tisíciletí (např. realizované sloučení NYSE Group s EURONEXTem nebo sloučení NASDAQu se skupinou severských burz OMX), dávají tušit, že trendy internacionalizace a globalizace, proces vzájemné spolupráce a slučování burzovních trhů a vytváření nových finančních instrumentů a produktů budou pokračovat i v tomto tisíciletí. Je také možné očekávat, že nejdůležitější hráči na kapitálových trzích – institucionální investoři (bankovní instituce, fondy kolektivního investování, penzijní fondy a pojišťovny) ještě upevní svou dominantní pozici. Fyzické i algoritmické automatizované obchodní systémy budou dále zdokonalovány, inovovány a modifikovány ve snaze nabídnout investorům další možnosti a varianty obchodování. Předmět obchodování na burzách se bude dále rozšiřovat, jak co se týká množství, tak zejména struktury obchodovaných instrumentů.

Poté, co jsme ve stručnosti načrtli historickou genezi světového burzovníctví od jeho počátků do současnosti včetně několika nejvýznamnějších trendů v jeho vývoji v posledních letech, obraťme nyní ve svém exkurzu do historie burzovníctví pozornost ke vzniku a počátečnímu vývoji první burzy v Praze. **Pražská bursa pro zboží a cenné papíry** vzniká až se stoletým zpožděním za burzou ve Vídni, což bylo částečně způsobeno záměrným potlačováním českých podnikatelských zájmů a snah v rámci mnohonárodnostního Rakouska-Uherska, částečně pak také nižším stupněm hospodářského rozvoje středoevropského a východoevropského regionu.

Pražská bursa pro zboží a cenné papíry byla založena dne 23. 3. 1871³⁵ na základě povolení uděleného rakouským ministrem financí a obchodu po předchozím souhlasu obchodní a živnostenské komory. Vzniku Pražské bursy pro zboží a cenné papíry předcházelo několik desetiletí soustavných pokusů a snah ze strany českých obchodníků a podnikatelů získat povolení k založení burzy v Praze. Pro dlouhé roky bylo dosaženo pouze toho, že od roku 1855 fungovala ve Šlikově paláci na Národní třídě prozatímní burza, kde se však obchodovalo pouze se směnkami a měnami.

Svou činnost Pražská bursa pro zboží a cenné papíry zahájila 17. dubna 1871. Burza nejprve sídlila v ulici Na Příkopech, později se přestěhovala do

³⁵ Pro srovnání: vznik burzy ve Varšavě se datuje do roku 1817, vznik burzy v Budapešti do roku 1864 a burzy v Lublani do roku 1924.

Hyberské ulice do paláce Anglobanky.³⁶ Ve 30. letech 20. století byla Pražská burza pro zboží a cenné papíry nejprve umístěna v pronajatých místnostech v paláci České banky ve Vodičkově ulici 39, než v roce 1938 přesídlila do nového Bursovního paláce na Hooverově třídě. O vznik Pražské burzy pro zboží a cenné papíry se významně zasloužil obchodní spolek Merkur pod vedením velkoobchodníka s cukrem Aloise Olivy. Obchodování na Pražské burse pro zboží a cenné papíry bylo jak v dobách Rakouska-Uherska, tak za 1. republiky, ale i v období Protektorátu Čechy a Morava upraveno původním bursovním zákonem č. 67/1875 z 1. dubna 1875. Burzovní seance se konaly denně kromě neděle. Na burze se obchodovalo zejména se státními, ale i dalšími druhy dluhopisů (tzv. ukládací hodnoty), ale i s akciemi (tzv. dividendové hodnoty) českých podniků, s měnami, se zemědělskými plodinami a ostatním zbožím (např. sběratelské mince, drahé kovy). Později v roce 1892 poté, co byla v Praze založena samostatná plodininová burza, se obchod se zemědělskými plodinami a mlýnskými výrobky přesunul na tuto plodininovou burzu.

Po celé období, kdy byly Čechy součástí Rakouska-Uherska, zaujímala pražská burza vedle vídeňské a budapešťské burzy druhořadé místo. Dokonce doba obchodování na pražské burze navazovala na konec burzovních seancí ve Vídni. Proto také krach na burze ve Vídni v roce 1873 znamenal negativně a na dlouhou dobu také pražskou burzu. Lepší časy pro pražskou burzu přinesl až rozvoj českého průmyslu a bankovníctví v 90. letech 19. století, který podnítil zájem investorů o akcie českých podniků. V podřízeném a nevýznamném postavení však pražská burza zůstala až do rozpadu Rakouska-Uherska, přesněji řečeno až do I. světové války, kdy byly 27. července 1914 všechny burzy na území Rakouska-Uherska uzavřeny. Soukromé obchodování při neoficiálním kurzu bylo poté ve Vídni a v Budapešti tolerováno, nikoliv však již v Praze.³⁷

Po I. světové válce bylo obchodování na Pražské burse pro zboží a cenné papíry opět zahájeno 3. února 1919. V důsledku prováděné měnové odluky vytvořené a realizované ministrem financí Aloisem Rašínem byla však již 26. února 1919 burza opět uzavřena. Obchodování bylo následně povoleno až 4. srpna 1919. Provedená radikální měnová reforma zásadním způsobem přispěla ke stabilizaci měnových, finančních a posléze i hospodářských poměrů

³⁶ 20 let Burzy cenných papírů Praha. *PSE. Historie pražské burzy* [online]. [cit. 2013-12-28]. Dostupné z: <http://20let.pse.cz> a MUSÍLEK, P. *Finanční trhy: instrumenty, instituce a management. Díl 2*. Praha: Vysoká škola ekonomická, 1996, s. 676.

³⁷ KAŠPAR, J. *Pražské bursovní papíry 1924. Příručka pro kapitalisty a bursovní interesty*. Praha: nakladatel Josef Kašpar, 1924, s. 15.

v poválečném Československu, což bylo velmi pozitivně hodnoceno zahraničními investory. Kapitál z těchto zemí se postupně začal stěhovat do stabilní české ekonomiky na pražskou burzu, kde se obchodovaly akcie kvalitních českých firem, o nichž v té době panoval názor, že jsou podhodnoceny. Příliv kapitálu, zájem investorů a následná vzestupná tendence na pražské burze trvala zhruba od roku 1923 do roku 1929. Poté došlo k otočení trendu. Krach na newyorské burze v říjnu 1929 a následná hospodářská krize zasáhly postupně většinu světových burz. Pražská burza nebyla výjimkou. Konec roku 1929 a následující rok 1930 odstartovaly nepříznivé období stagnace a deprese na pražské burze násobené stále více zneklidňujícím mezinárodním politickým vývojem. Toto období trvalo až do počátku roku 1933, kdy v průběhu roku došlo k určitému oživení nejprve na trhu akcií a později i na trhu dluhopisů. Vzestupná burzovní tendence pokračovala poté i v roce 1934 a v následujících několika letech zhruba do prvního čtvrtletí roku 1937. Poté začíná vývoj na pražské burze negativně ovlivňovat zhoršující se mezinárodní politická situace a události (např. anšlus Rakouska).

Navzdory tomuto nepříznivému vývoji došlo 6. dubna 1938 k slavnostnímu otevření nového Bursovního paláce na tehdejší Hooverově třídě (dnešní Wilsonova ulice), čímž byla úspěšně završena více než desetiletá snaha postavit důstojné, reprezentativní sídlo pro Pražskou burzu pro zboží a cenné papíry. Hned další den po otevření nového Bursovního paláce v něm bylo zahájeno obchodování.

Obchodování na Pražské burse pro zboží a cenné papíry bylo pozastaveno 21. září 1938 v souvislosti s Mnichovskou dohodou. Veřejné obchodování bylo nahrazeno soukromým obchodem zprostředkovávaným místopřísežnými dohodci. Nový Bursovní palác byl dočasně uzavřen.

Soukromé obchodování prostřednictvím místopřísežných dohodců probíhalo do poloviny března 1939. Poté byla tato forma obchodování dočasně nahrazena „pololegálním“ a značně netransparentním obchodováním s akciemi v kavárnách bez účasti dohodců. Tento druh obchodování byl velmi kritizován, dokonce i ze strany protektorátních úřadů a institucí. Proto bylo prosazeno znovuoobnovení poloúředního obchodování s cennými papíry za účasti dohodců od 3. července 1939. Samotná Pražská bursa pro zboží a cenné papíry pak byla opět plně otevřena od 10. listopadu 1940 a začleněna mezi burzy Třetí říše. V porovnání s meziválečným vývojem však obchody s akciemi byly zhruba pětinové, s dluhopisy pak méně než desetinné. V období Protektorátu Čechy a Morava byly na burze výrazně omezeny liberální, tržní principy jejího fungování a její personální obsazení bylo ovlivňováno rasovými předpisy. Již od roku 1939 probíhal na parketu pražské burzy proces vnitřní arizace. V srpnu

1943 byla budova pražské burzy zabrána pro potřeby Düsseldorfské opery. Burza se musela přemístit do dnešní ulice Politických vězňů do paláce Národní banky pro Čechy a Moravu. V lednu 1945 byla v burzovním paláci zřízena vojenská nemocnice. V květnu 1945 byl sice Bursovní palác vrácen burze, nicméně obchodování již nebylo v letech 1945–1948 obnoveno. V roce 1948 byla budova burzy znárodněna, majetek a inventář zpeněžen a cenné sochy darovány Národní galerii. Historie Pražské bursy pro zboží a cenné papíry se tímto po necelých 80 letech uzavřela.

Zřizovatelem Pražské bursy pro zboží a cenné papíry bylo ministerstvo financí a obchodu. Fungování a organizaci burzy upravovaly stanovy, které schvaloval ministr financí a obchodu. Fungování burzy řídila Pražská bursovní komora, která se skládala z 24 radů, kteří byli voleni na dobu 3 let. Státní dozor nad pražskou burzou vykonávali stanovení ministerští a odboroví radové ministerstva financí a přímo na místě pak ministrem financí jmenovaný bursovní komisař, který musel být vždy přítomen při jednání orgánů burzy a zároveň dohlížel na konání burzovní seance.³⁸

Burzovní obchody na Pražské burse pro zboží a cenné papíry byly uzavírány za osobní účasti **burzovních dohodců označovaných jako senzálové**. Kromě senzálů měli přístup na Pražskou bursu pro zboží a cenné papíry členové, kteří byli alespoň 3 roky nepřetržitě majiteli burzovní vstupenky, dále návštěvníci, kteří byli rovněž majiteli vstupenky, nicméně nenabyli členství, dále zmocněnci neboli zaměstnanci firem nebo osob zastoupených na burze, dále hosté, kteří měli přístup na burzu na základě denní vstupenky, a samozřejmě úředníci a zaměstnanci burzy.³⁹ Podle výše zmíněného burzovního zákona byly z obchodování na pražské burze vyloučeny ženy, osoby, které neměly právo samostatně spravovat svůj majetek, osoby v konkurzu, resp. odsouzené za zaviněný úpadek a jedinci, kteří nesplnili závazky vyplývající z burzovních obchodů.

Burzovní seance s cennými papíry se ve 30. letech 20. století oficiálně konala pouze od 11.30 do 12.30 hodin (v roce 1924 to bylo od 11 do 12 hod.)⁴⁰.

³⁸ KAŠPAR, J. *Československé burzovní papíry 1937–1938. Příručka pro kapitalisty a bursovní interesity*. Praha: nakladatel Josef Kašpar, XII. ročník, 1937, s. 17–18 a NOVOTNÝ, J., ŠOUŠA, J. Instrument germanizace velkého podnikání v protektorátu Čechy a Morava? *Acta Oeconomica Pragensia* [online]. 2008, roč. 16, č. 1, s. 74–75. ISSN 0572-3043. DOI: <https://doi.org/10.18267/j.aop.22>

³⁹ MUSÍLEK, P. *Finanční trhy: instrumenty, instituce a management. Díl 2*. Praha: Vysoká škola ekonomická, 1996, s. 680.

⁴⁰ KAŠPAR, J. *Pražské bursovní papíry 1924. Příručka pro kapitalisty a bursovní interesity*. Praha: nakladatel Josef Kašpar, 1924, s. 15.

Pro obchodování s měnami a dalším zbožím byl stanoven čas od 12 do 13 hodin. Stanovená doba však bývala v obou případech nezdědk překračována.⁴¹

Na Pražské burse pro zboží a cenné papíry bylo možné obchodovat:

1. **Ve šraňku**, kde obchod probíhal výlučně prostřednictvím burzovních senzálů (dohodců), kteří pasivním způsobem zprostředkovávali obchody, což znamená, že nemohli uzavírat obchody na svůj účet. Za zprostředkování obchodu náleželo senzálům dohodné⁴². Počet senzálů na burze byl přesně stanoven, nicméně burzovní komora ho mohla změnit. Senzálové byli jmenováni stanovenými orgány na základě splnění přísných požadavků a složení předepsaných zkoušek z právních předpisů a teorie obchodování. V období 1. republiky se o místo senzála mohl ucházet pouze československý státní občan, kterému bylo alespoň 24 let, vedl bezúhonný život a byl ve volné správě svého jmění. Zároveň musel každý senzál složit vysokou kauci (ve 30. letech to bylo 100 000 Kč).⁴³ Každý senzál mohl zprostředkovávat jen obchody s jemu přidělenými investičními instrumenty. Před zahájením obchodování senzál shromažďoval limitované nebo nelimitované písemné příkazy k nákupu nebo prodeji s uvedením druhu a množství cenného papíru. Senzálové poté ve speciální místnosti porovnali nabídku s poptávkou, stanovili zahajovací kurzy nebo taxace⁴⁴ a převisy buď nákupních příkazů (+), kdy senzál hlásil, že má peníze, nebo prodejních příkazů (–), kdy senzál hlásil, že má zboží, které později zveřejnili na parketu (ve šraňku) burzy. Během vymezené burzovní doby přijímali senzálové další příkazy k nákupu či prodeji, na základě nového porovnání nabídky a poptávky vyhlašovali nové kurzy, které se opět zapisovaly na tabuli. V poslední čtvrt hodině se vytvářely závěrečné kurzy.
2. **V kulise** obchodování probíhalo přímo mezi členy burzy bez účasti senzálů. Obchodovalo se zde s některými oficiálně kótovanými akciemi českých podniků (např. Poldi, Škoda, Křižík) a bank (např. Živnobanka). Určený úředník některé z pražských bank zde plnil funkci kulisiéra, která spočívala v tom, že zaznamenával dohodnuté kurzy. Kulisiér tedy na rozdíl od senzála pouze aranžoval, organizoval obchod s cennými papíry, tedy nepřijímal příkazy, nepároval je a nestanovoval kurz, nýbrž jak bylo řečeno, pouze ho evidoval. V kulise rovněž probíhal obchod s cennými papíry nekótovanými,

⁴¹ KAŠPAR, J. *Československé burzovní papíry 1937–1938. Příručka pro kapitalisty a bursovní interesenty*. Praha, nakladatel Josef Kašpar, XII. ročník, 1937, s. 29.

⁴² Courtage.

⁴³ KAŠPAR, J. *Československé burzovní papíry 1937–1938. Příručka pro kapitalisty a bursovní interesenty*. Praha: nakladatel Josef Kašpar, XII. ročník, 1937, s. 26.

⁴⁴ Odborný odhad ceny, odhad ocenění.

pro něž se používalo označení exoty, které sice na burzu oficiálně nepatřily, nicméně obchod s nimi byl trpěn Pražskou bursovní komorou a burzovním komisařem. Soukromý obchod s exoty probíhal velice krátce (od 11.15 do 11.30 hod.) mezi členy burzy a zástupci bank licitací buď přímo, nebo prostřednictvím agenta, který mohl obchodovat i na vlastní účet.

Veškeré obchody uzavřené na pražské burze bylo možné podle způsobu vypořádání rozdělit na: k uspořádání a přímé. Jako obchody k uspořádání byly označovány všechny obchody uzavřené na pražské burze. Jejich vypořádání zabezpečovala Pražská súčtovací banka. Jako přímé obchody se označovaly obchody uzavřené mimo burzu, jejichž vypořádání si vyřizovaly mezi sebou zúčastněné strany. Kromě běžných promptních obchodů bylo na pražské burze možné uzavírat i určitý druh termínových obchodů zprostředkovaných agenty (prémiové obchody, obchody stravné a obchody prolongační). Veškeré uzavřené burzovní obchody podléhaly daňové povinnosti, o kterou se obě zúčastněné strany obchodu dělily. Spory plynoucí z burzovních obchodů rozhodoval Burzovní rozhodčí soud.

Povolení k záznamu (kótaci) akcií na burze udělovalo ministerstvo financí na doporučení Pražské bursovní komory, a to po celé období 1. republiky i protektorátu. Pro připuštění akcií k obchodování na Pražské burse pro zboží a cenné papíry byly stanoveny tyto podmínky:

1. minimální doba trvání společnosti (u peněžních společností 2 roky, u průmyslových společností 4 roky),
2. minimální výše splaceného akciového kapitálu (u peněžních společností alespoň 10 mil. Kč, u průmyslových společností alespoň 2 mil. Kč),
3. minimální doba výplaty dividend (u peněžních společností 2 roky, u průmyslových společností 3 roky).⁴⁵

Nutno poznamenat, že třetí podmínka nebyla vždy (zejména v období hospodářské krize) striktně dodržována. Emitenti kótovaných cenných papírů měli povinnost platit roční záznamné, tedy příspěvek vyměřovaný Pražskou burzovní komorou. U státních dluhopisů nebylo záznamné vyžadováno.

Obchodování na Pražské burse pro zboží a cenné papíry bylo po celou dobu její existence záležitostí úzkého okruhu profesionálů. Obchodování s cennými papíry se v meziválečném Československu soustřeďovalo téměř výlučně na Pražskou bursu pro zboží a cenné papíry. Soukromý obchod s cennými papíry

⁴⁵ KAŠPAR, J. *Československé burzovní papíry 1937–1938. Příručka pro kapitalisty a bursovní interesenty*. Praha: nakladatel Josef Kašpar, XII. ročník, 1937, s. 19.

měl mizivou roli, která nepatrně vzrostla mezi lety 1938–1940 z důvodu dočasného uzavření burzy. Investování do cenných papírů nebylo mezi obyvatelstvem rozšířeno, ať již z důvodu malé informovanosti, neznalosti, nebo nedostatku kapitálu.

Uzavřením Pražské burzy pro zboží a cenné papíry v roce 1945 a její likvidaci v roce 1948 byla činnost českého burzovníctví přerušena až do počátku 90. let 20. století, kdy bylo postupně zrealizováno několik nezbytných kroků k znovuoobnovení českého burzovního trhu. Tato snaha byla završena 6. dubna 1993, kdy bylo na Burze cenných papírů Praha zahájeno obchodování s dluhopisy a akciemi, ke kterým se v relativně krátké době přidaly i podílové listy a v novém tisíciletí pak také postupně investiční certifikáty, financial futures, warranty, kupóny a později ETF's.

2.1.2 Burza – pojem, funkce a význam

Jednotná, všeobsažná a neměnná definice burzy neexistuje. V průběhu času totiž dochází k jejímu vývoji a proměnám s tím, jak se vyvíjí a mění tvář samotného burzovního trhu. S respektováním toho, co dosud bylo a ještě bude řečeno, se tedy můžeme pokusit **burzu vymezit** jako zvláštním způsobem organizované shromáždění subjektů, které se osobně tváří v tvář scházejí na přesně vymezeném místě (prezenční burza) nebo jsou propojeny prostřednictvím počítačové sítě bez osobních schůzek (elektronická burza) a které obchodují s přesně vymezenými instrumenty (např. akcie, dluhopisy, podílové listy, komodity, deriváty devizy), přesně vymezeným způsobem, podle přesně vymezených pravidel a v přesně vymezeném čase.

Zastavme se nyní u jednotlivých specifických rysů burzy podrobněji. V první řadě si je nutno uvědomit, že burza je **organizovaným trhem**, což znamená, že její fungování je na rozdíl od některých dalších typů trhů přesně vymezeno burzovními zákony, předpisy a pravidly, které musí být striktně dodržovány. K organizování burzovních obchodů je navíc nutno získat povolení (licenci) od příslušného regulačního orgánu.

Okruh subjektů, které se mohou přímo účastnit obchodování na burze, je velice striktně vymezen. Burzy jsou zpravidla organizovány na **členském principu**, což znamená, že přímý přístup na burzu mají pouze členové burzy. Nečlenové burzy se obchodování na burze nemohou přímo účastnit, musí využít služeb některého z členů. Rozhodnutí o přijetí určitého uchazeče za člena burzy je plně v kompetenci burzy, resp. jejího příslušného orgánu (např. burzovní komory nebo burzovního výboru pro členství). Uchazeč o členství musí vyhovět veškerým požadavkům na člena ze strany burzy a platit členské poplatky.

Prímými účastníky obchodování na burze tedy mohou být členové burzy – **členské firmy**, které prostřednictvím svých zástupců (používá se také obecný termín **burzovní obchodníci**) uzavírají obchody, a **burzovní zprostředkovatelé**, kteří v aktivní nebo pasivní roli napomáhají uzavírání obchodů. Burzovní zprostředkovatel v pasivní roli je označován jako **dohodce**, popř. senzál. Jeho úkolem je v systému řízeném příkazy shromažďovat nákupní a prodejní příkazy, tyto příkazy párovat a stanovovat kurz. Dohodce sám neuzavírá obchody. Jde v podstatě o úředníka burzy, který obchodování zabezpečuje po technické stránce. Naopak burzovní zprostředkovatel v aktivní roli je nazýván **tvůrcem trhu** (angl. market maker). Objevuje se v prezenčním systému řízeném cenou i v jeho elektronické podobě. Hlavním úkolem tvůrce trhu je neustále pro vymezené cenné papíry kótovat nákupní a prodejní kurzy, za které je ochoten obchodovat. Uzavírat může zpravidla obchody jak na vlastní, tak na cizí účet. Svou činností tvůrce trhu dodávají cenným papírům likviditu.

Jako nepřímé účastníky obchodování na burze lze označit všechny **investory**, kteří mají zájem kupovat nebo prodávat cenné papíry na burze, nicméně nejsou členy burzy, a proto na ni nemají přístup. Obchodovat s cennými papíry na burze tedy tito investoři mohou pouze nepřímo, a to prostřednictvím burzovního obchodníka – člena burzy.

Předmět obchodování, tedy přesněji instrumenty, které jsou předmětem burzovního obchodu, musí být vzájemně **zaměnitelné a zastupitelné**. Tuto podmínku splňují např. cenné papíry z jedné emise nebo peníze. Aby předmět obchodování na burze splnil uvedenou podmínku zastupitelnosti, je nezbytné přesně vymezit a sjednotit jeho vlastnosti a obchodované množství. Předmět obchodování tak podléhá **standardizaci**, tj. ustálení, sjednocení jeho vlastností, podoby, a to jak z kvalitativního, tak z kvantitativního hlediska. Konkrétně to znamená, že cenné papíry stejného druhu, z jedné emise, od jednoho emitenta, mají stejnou jmenovitou (nominální) hodnotu, stejné číselné označení, jsou s nimi spojena stejná práva a povinnosti, stejné způsoby a možnosti obchodování, stejná minimální obchodovatelná množství (loty), stejný způsob stanovení kurzu, stejný způsob vypořádání apod. Pro předmět obchodování na burze je dále typické, že není obchodování na burze přítomen.

Fungování burzy, způsoby, techniky a **pravidla obchodování** na burze přesně vymezuje příslušná burzovní legislativa⁴⁶, stanovy burzy, burzovní řád a další burzovní předpisy (např. Pravidla obchodování). Uvedené zákony a předpisy přesně definují rozsah činnosti burzy, burzovní orgány a jejich pravomoci, práva a povinnosti členů burzy a emitentů cenných papírů, způsob

⁴⁶ V ČR je to zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.

obchodování, druhy obchodů, které je možné uzavírat, způsob stanovení kurzů, pravidla pro vypořádání obchodů, druhy a výši placených poplatků, požadavky na kótaci cenných papírů na jednotlivých tržních segmentech, způsob tvorby, kalkulace a zveřejňování indexů, druhy zveřejňovaných informací a způsob a podobu jejich distribuce, průběh rozhodčího řízení a orgán rozhodující spory a mnoho dalších burzovních záležitostí.

S masovým přechodem z prezenční burzy na burzu elektronickou ztrácí částečně **místní vymezení** burzy svůj obsah a význam. Obchodníci, popř. tvůrci trhu jsou vzájemně propojeni počítačovou sítí, a proto se vzájemná osobní setkání a domlouvání se na ceně zpravidla nekonají. Nicméně stále i v případě elektronické burzy existuje burzovní budova nebo budovy, ve kterých je soustředěno počítačové zpracování objednávek, koncentrace poptávky a nabídky, shromáždění, zpracování a následná distribuce nejrozdílnějších burzovních informací a ve kterých sídlí burzovní orgány.

Obchodování na burze je velice striktně **vymezeno z časového hlediska**. Jsou přesně stanoveny burzovní dny, tj. dny, ve kterých se bude moci obchodovat, ale také hodiny, ve kterých je možno uzavírat obchody nebo pouze zadávat příkazy. Každá burza vyhláší svůj kalendář nebo přehled burzovních dní, který podává přesnou informaci o rozvržení burzovních dní v daném roce a svůj harmonogram burzovního dne, jenž obsahuje přesný časový rozvrh burzovního dne s ohledem na druhy prováděných obchodů a činností, které mohou subjekty účastníci se v určité funkci obchodování na burze provádět.

Burza je významnou, nedílnou součástí systému finančních trhů, které sehrávají stěžejní roli v každé tržní ekonomice. Jako součást systému finančních trhů plní burza v tržní ekonomice několik nezastupitelných funkcí, jejichž oslabení nebo nenaplnění okamžitě vnáší problémy a výkyvy do hladkého fungování a vývoje finančních trhů, ale i celé ekonomiky. Vzhledem k tomu, že je burza součástí finančního trhu, funkce, jež plní, se z velké části kryjí s funkcemi, které plní také finanční trh jako celek. Některé funkce (např. spekulace) jsou však zcela typické právě pro burzovní trh. Ve fungující tržní ekonomice tedy plní burza tyto základní funkce:

1. Obchodní funkce, resp. funkce likvidity

Na burzovním trhu má současný majitel určitého instrumentu možnost tento instrument kdykoliv prodat za cenu, která je výsledkem střetu nabídky a poptávky po tomto instrumentu, přičemž změna majitelů instrumentů je v podstatě početně neomezená. Burzovní trh zajišťuje obchodovatelnost a likviditu instrumentů, tedy možnost jejich přeměny na hotovost, a to na bezproblémově fungujících trzích s minimálními transakčními náklady. Likvidita investičních instrumentů je investory pozitivně ceněna. U likvidních instrumentů

investoři nepožadují vyšší výnos v podobě prémie za nelikviditu, což přispívá ke snížení nákladů pro emitenta. Pokud by obchodovatelnost instrumentů nebyla burzou zajištěna, investoři by váhali, zda vložit do daného instrumentu své volné finanční prostředky, jde-li o investici na dlouhou dobu s malou možností, nebo dokonce bez možnosti směny na hotovost. V každém případě by určitý objem volných finančních prostředků zůstal nevyužit a zároveň by investoři ze svých investic požadovali mnohem vyšší výnos.

Úroveň likvidity trhu, a tím i okolnost, zda je obchodní funkce burzou adekvátně a dostatečně plněna, lze posoudit na základě určitých vlastností a charakteristických rysů, které by z chování likvidního burzovního trhu měly být jasně patrné. Likvidní burzovní trh by měl být označován jako trh široký, pružný, hluboký, důvěryhodný a fair play. Jako **široký**⁴⁷ (**breadth**) **trh** je označován trh, kde se obchodování účastní velké množství prodávajících i nakupujících a kde jsou objemy uzavíraných obchodů vysoké. Spread mezi kótacemi tvůrců trhu na širokém trhu bude malý. Likvidita na takovémto trhu je vyšší a riziko nižší. **Pružný (resilient) trh** je charakteristický rychlým a plynulým přísunem nákupních a prodejních příkazů na trh a jejich rychlým a plynulým promítnutím do kurzů instrumentů v reakci na kurzotvorné informace. Přitom tok nákupních a prodejních příkazů při změně kurzu nevysychá, neustává. **Hluboký**⁴⁸ (**depth**) **trh** je trhem, kde jsou tržní kurzy schopny absorbovat větší objem transakcí bez toho, že by byly postiženy výraznou transakční volatilitou. Křivky nabídky a poptávky musí být dostatečně elastické. Jde o trh transparentní, kde odchylky od běžného rovnovážného kurzu jsou jasně patrné. Hluboký trh představuje pro tvůrce trhu daleko menší kurzové riziko, a proto spready mezi kótacemi tvůrců trhu na hlubokém trhu jsou užší (menší). **Důvěryhodnosti trhu** v očích investorů je dosaženo odstraněním nelegálních praktik na trzích, distribucí kvalitního, aktuálního a dostatečného souboru informací, kvalitní právní legislativou, bezchybně fungujícím obchodním systémem, efektivním systémem zdanění, regulace a dohledu. **Trh fair play** je trhem se zcela rovnoprávným postavením investorů, kteří mají srovnatelné a adekvátní možnosti a podmínky k investování.

2. Cenotvorná, resp. informační funkce

Burza organizuje vzájemné střetávání nabídky a poptávky po určitém instrumentu, jejímž výsledkem je stanovení aktuální ceny (kurzu) daného

⁴⁷ Opakem širokého trhu je úzký (thin) trh.

⁴⁸ Opakem hlubokého trhu je mělký (shallow) trh, na kterém jsou křivky nabídky a poptávky nepružné, což se negativně projevuje při realizaci velkých objemů obchodů.

instrumentu. Cena (kurz) vzniklá na burzovním trhu pak může být rovněž východiskem, popř. směrnou cenou pro obchody uzavírané mimo burzu.

Cena (kurz) vytvořená na burze hraje vždy významnou informativní roli pro nejrůznější ekonomické subjekty. Pro investory – majitele cenných papírů je tato cena důležitou informací, ze které lze snadno stanovit míru dosaženého výnosu. Pro potenciální investory naopak může informace o ceně cenného papíru posloužit k rozhodnutí, zda je či není výhodné do daného cenného papíru investovat. Dá se říci, že pro investora je cena jakýmsi měřítkem atraktivity daného cenného papíru, zohledňuje možný výnos z investice, ale i část nákladů. Nezastupitelnou informací je cena (kurz) obchodovaného instrumentu pro analytiky nebo investiční poradce, kteří se pokoušejí odhalit podhodnocené (tj. laciné, atraktivní) nebo nadhodnocené (tj. drahé) tituly nebo správně načasovat nejhodnější okamžiky pro nákupy a prodeje. Důležité informace týkající se ceny kapitálu přináší údaj o ceně (kurzu) cenného papíru také emitentům. Informace o vývoji cen (kurzů) na burzovních trzích využívají kromě mikroekonomických subjektů rovněž makroekonomické subjekty a specializované instituce (centrální banky, vlády, ministerstva, statistické úřady, ratingové agentury), které tyto informace využívají v rámci procesu realizace měnové nebo fiskální politiky nebo při shromažďování a zpracování ekonomických dat pro různé účely.

3. Alokační funkce

Tuto alokační funkci plní burza pouze v situaci, kdy kromě sekundárního trhu s investičními instrumenty organizuje také primární trh s těmito instrumenty. Plní-li burza funkci jak sekundárního, tak primárního trhu, nové cenné papíry jsou emitovány jejím prostřednictvím. Burza v tomto případě zabezpečuje přesun volných finančních prostředků od přebytkových jednotek (investorů) k jednotkám deficitním (emitentům) s respektováním základních investorských kritérií v podobě výnosu, rizika a likvidity. Pro emitenty hraje při získávání kapitálu významnou roli úroveň nákladů spojených se získáním tohoto kapitálu (tedy cena kapitálu) a doba, na kterou tento kapitál získávají.

4. Funkce spekulace

Spekulaci lze chápat jako činnost zaměřující se na adekvátní posouzení, analýzu, ale i odhad určitých okolností a faktorů, které budou v budoucnosti ovlivňovat a utvářet kurzy investičních instrumentů. Jedná se o činnost velice náročnou jak po odborné a finanční, tak po psychické stránce. V zásadě je možné odvozeně od charakteru jejich budoucího očekávání rozlišit dvě skupiny spekulantů. Jde o spekulanty „na býka“ a spekulanty

„na medvěda“. **Spekulanti „na býka“** jsou v současné době optimističtí, neboť v budoucnu očekávají vzestup kurzů cenných papírů. Nakupují tedy nyní cenné papíry s vírou v růst jejich kurzů. Negativní tendence naopak očekávají do budoucna na trhu **spekulanti „na medvěda“**. Věří v pokles kurzů cenných papírů, a proto v současnosti zahajují výprodeje cenných papírů, jichž se budoucí pokles podle jejich názoru týká.

S respektováním časového období, na které spekulanti zaujímají určitou obchodní pozici, jsou často kategorizováni do několika skupin, které jsou označovány specifickými názvy. První skupinou, pro niž je typické intradení obchodování, jsou tzv. **„scalpers“**, kteří v obchodních pozicích setrvávají pouze několik sekund či minut. Scalpeři často obchodují s velkými objemy kapitálu, přičemž velká část tohoto kapitálu je vypůjčená. Pokoušejí se tedy ve velké míře využít pákového efektu, který sice může přinést zisky, ale na druhou stranu také značné ztráty. Činnost scalperů – scalping je proto považována za velice nebezpečný druh spekulace. Další skupinou spekulantů mohou být tzv. **„daytraders“** – denní obchodníci, kteří zpravidla obchodují v rámci jednoho obchodního dne. Otevřené pozice nedrží do druhého dne, nýbrž je na konci obchodního dne uzavírají. Střednědobé a dlouhodobé trendy denní obchodníky nezajímají, ani je nejsou schopni zachytit. Obdobně jako scalping také day trading je značně náročný na psychiku obchodníka. Třetí skupinu spekulantů by bylo možné označit jako **„swingers“**. Je pro ně typické, že sledují krátké trendy ve vývoji kurzu. Své otevřené pozice drží několik dnů, nejčastěji se uvádí 2–7 dnů. Velice často se tento typ obchodníků opírá především o grafické nástroje technické analýzy. Delší časové období držby tedy v tomto případě umožňuje aplikaci technické analýzy, popř. některých nástrojů psychologické analýzy. Všeobecně platí, že swing trading je psychicky méně náročný a flexibilnější než scalping a daytrading. Pokud obchodník na trhu spekuluje na vzestup či pokles kurzů v delším časovém období, v řádu týdnů a měsíců, popř. let, jedná se o tzv. **„position trading“**. V tomto případě má obchodník, který sleduje zejména střednědobé trendy na trhu, dostatek času, aby své nákupy a prodeje odvodil od výsledků fundamentální i technické analýzy.

Neutuchající obchodní aktivity spekulantů jsou zpravidla chápány jako pro burzu velice prospěšné, neboť přispívají k nárůstu objemů uzavřených obchodů a k růstu likvidity na trhu. Svou snahou realizovat zisky většinou v důsledku spíše krátkodobých kurzových pohybů napomáhají spekulanti rychlému odstranění případných odchylek skutečných kurzů cenných papírů od kurzů rovnovážných. Svou činností tak přispívají nejen k likviditě, ale rovněž ke

stabilitě na burzovním trhu. V současné době tedy převládá spíše pozitivní náhled na roli spekulace na burze. Nicméně menšinově se objevují a v minulosti se objevovaly také názory, že zvláště v krizových nebo nestandardních situacích, popř. v situacích, kdy spekulace dosáhne nekontrolovaných rozměrů nebo ztrácí-li racionální základ, může zásadně narušit či poškodit plynulé fungování burzovního trhu.

Význam burzy je pro hladké fungování tržní ekonomiky obrovský. Umožňuje shromáždění volných finančních prostředků od investorů a jejich efektivní využití a zhodnocení při současně diverzifikaci rizika a zajištění neustálé likvidity. Pro společnosti, jejichž cenné papíry jsou na burze obchodovány, burza nabízí možnosti k získávání dalšího kapitálu, přístup ke zdrojům nezbytným pro další rozvoj a expanzi společnosti. Kótace cenných papírů určité společnosti na burze přispívá ke zvýšení prestiže této společnosti v očích investorů, což se týká nejen domácích, ale i zahraničních investorů. Možnost opatřit si finanční zdroje prostřednictvím kapitálového trhu rovněž snižuje závislost firem na úvěrových zdrojích poskytovaných bankami. Existence burzovního trhu a celé řady faktorů, které na něj působí, umožňuje investorům spekulovat na vzestup nebo pokles kurzů cenných papírů. Obchodovatelnost cenných papírů na burze umožňuje akcionářům snadno vykonávat jejich vlastnická práva vyplývající z držby akcií.

2.1.3 Druhy burz

Pro klasifikaci burz lze použít hned několika kritérií. Nejpoužívanějšími jsou kritéria předmětu obchodování a právní formy. Použijeme-li jako kritérium pro členění burz **předmět obchodování**, je možné rozlišit tyto druhy burz:

1. peněžní burzy
2. burzy služeb a
3. zbožové burzy.

Pojem **peněžní burza** je značně široký. Zahrnuje totiž nejen burzy cenných papírů, ale rovněž burzy devizové, opční burzy a burzy financial futures. Kromě kategorie peněžní burza se v určitém okruhu literatury můžeme setkat s termínem **efektová burza**, což je peněžní typ burzy, kde se podle některých pojetí⁴⁹ obchodují cenné papíry a devizy.

Burza cenných papírů je ze skupiny peněžních burz neznámější. Obchoduje se zde se zastupitelnými cennými papíry, jako jsou akcie, podnikové,

⁴⁹ DĚDIČ, J. *Burza cenných papírů a komoditní burza*. Prospektrum, 1992, s. 21.

komunální, bankovní dluhopisy, státní středně- a dlouhodobé dluhopisy, hypoteční zástavní listy, akcie a podílové listy uzavřených investičních fondů, opční listy (warranty), kupóny aj. Uvedený druh burz se specializuje na provádění promptních obchodů. Termínové obchody vázané na zmíněné druhy cenných papírů jsou záležitostí burz finančních derivátů.

Devizová burza je místem, kde se obchoduje s devizami, tj. s likvidními pohledávkami na cizí měnu. V současné době se však naprostá většina devizových transakcí realizuje na mimoburzovních OTC⁵⁰ trzích. Výskyt devizových burz je proto určitou výjimkou. V zemích, kde devizové burzy přesto existují, jsou využívány k oficiálnímu stanovení devizového kurzu, k tzv. fixingu, který lze využít jako směrný kurz pro určitý druh devizových operací. Svým fungováním mohou devizové burzy rovněž usnadňovat provádění devizových intervencí centrálním bankám.

Na **opčních burzách** se obchoduje s opčními kontrakty (s opcemi). Obchodování s opčními kontrakty odstartovala 70. léta 20. století. Obrovský rozmach těchto obchodů potom pokračoval v letech následujících. Opční burzy dnes operují na celém světě. Opce je instrument, který ztělesňuje právo kupujícího opce koupit nebo prodat standardizované množství bazického aktiva za sjednanou realizační cenu, ve stanoveném standardizovaném termínu nebo kdykoliv během stanové doby. Zatímco kupující opce (investor) má tedy právo na nákup, popř. prodej bazického aktiva, prodávající (vypisovatel) opce má vždy povinnost prodat nebo koupit bazické aktivum. S opcemi je možno obchodovat jak na burzách, tak na mimoburzovních trzích.

Na **burzách financial futures** jsou uzavírány standardizované termínové kontrakty typu financial futures. Zavedení a obrovský rozmach obchodování s těmito instrumenty ve standardizované formě přinesly 70. a 80. léta minulého století v USA, v Chicagu, ale i v Evropě (Londýn, Frankfurt, Paříž). Dnes se již s futures kontrakty obchoduje po celém světě. Financial futures představují smlouvu mezi kupujícím a prodávajícím financial futures, na základě které má kupující povinnost koupit standardizované množství bazického aktiva ve stanoveném standardizovaném termínu a za předem sjednanou termínovou cenu a prodávající má povinnost toto standardizované množství bazického aktiva ve standardizovaném termínu za sjednanou termínovou cenu prodat. Na světových trzích jsou obchodovány zejména úrokové financial futures (tj. futures na úrokové a dluhové instrumenty), futures na akciové indexy a komoditní futures.

⁵⁰ OTC neboli over-the-counter market je tzv. trhem přes přepážku, volně přístupným trhem.

K nejvýznamnějším světovým burzám, kde se obchoduje s finančními deriváty, patří burzy v Chicagu, v Londýně, v rámci Euronextu (Paříž, Amsterdam, Brusel, Lisabon), v rámci Eurexu, v New Yorku, v Torontu, v Tokiu, v Sao Paulu nebo v Helsinkách.

Na **burzách služeb** se prodávají lodní prostory, popř. samotné lodě. Obchody zprostředkovávají lodní brokeri. Význam tohoto druhu burz je v současné době mizivý a dále klesá. Většina těchto obchodů se dnes uzavírá na mimoburzovních trzích za účasti zmíněných lodních brokerů nebo přímo mezi zájemci. Největší význam mezi burzami služeb má Londýnská a Newyorská lodní burza.

Pro **zbožové burzy** existuje alternativní název – **komoditní burzy**. Na tomto druhu burz se uzavírají obchody s různým zbožím, které má zpravidla podobu hmotných předmětů. Někdy se toto zboží označuje jako reálné zboží – komodity. Předmět obchodování na těchto burzách je tedy velice různorodý. Obchoduje se zde se standardizovanými, přepravitelnými a uchovatelnými surovinami, nerosty a zemědělskými plodinami (odtud pochází další užší a související termín – plodinová burza). Jako konkrétní příklady předmětu obchodování na zbožových burzách je možné uvést neželezné kovy, ropu, zemní plyn, feroslitiny, kávu, kakao, cukr, kaučuk, kůži, vlnu, bavlnu, jutu, pšenici, ječmen, kukuřici, oves, olej, maso aj. Na zbožových burzách se uzavírají jak promptní, tak termínové obchody.

Promptní obchody se na zbožových burzách uzavírají podle vzorků jednotlivých komodit, což znamená, že jednotlivé komodity nejsou vzájemně zastupitelné. Burzovní obchody jsou uzavírány ve standardizovaném množství nebo v jeho násobcích za individuálních podmínek. Uzavřené obchody jsou efektivně plněny. Cena, která vyplývá z těchto promptních transakcí uzavřených na burze, slouží jako směrná cena pro velmi rozvinuté mimoburzovní obchody s danou komoditou nebo slouží jako výchozí cena při zahraničním obchodu. Hlavním cílem promptních obchodů uzavíraných na zbožových burzách tedy zůstává stanovení směrných cen pro další transakce s danými komoditami a rovněž zajištění zásobování různých regionů jednotlivými komoditami.

Termínové obchody uzavírané na zbožových burzách jsou standardizované, a to jak z hlediska množství, tak i z hlediska dodacího termínu a podmínek. Zpravidla tyto obchody nejsou efektivně plněny. Na zbožových burzách jsou termínové obchody uzavírány jak ve formě opčních kontraktů, tak ve formě kontraktů financial futures. Termínové obchody jsou uzavírány jednak za účelem zajištění se proti cenovým výkyvům způsobeným neúrodou, cenovými cykly spotřeby, nebo náhlými a neočekávanými výkyvy v poptávce.

K motivům pro uzavírání termínových obchodů s komoditami patří rovněž spekulace.

Jako příklady zbožových (komoditních) burz je možné uvést např. burzy v Chicagu, v New Yorku, v Londýně, v Minneapolis, ve Winnipegu, v Tokiu, v Amsterdamu a další. V říjnu 2002 bylo zahájeno obchodování na Komoditní burze v Praze. Předmětem obchodování v této době byly zemědělské komodity rozdělené do sekcí „živočišná“, „jateční“, „rostlinná“ a „krmiva“, od roku 2003 pak také dřevo a dřevní hmota. V roce 2003 vyslovalo Ministerstvo průmyslu a obchodu Komoditní burze v Praze souhlas s obchodováním s průmyslovými komoditami, který byl však v roce 2010 vypovězen. Nicméně po vnitřní konsolidaci získala Komoditní burza v Praze v roce 2012 opět povolení od Ministerstva průmyslu a obchodu pro obchodování s průmyslovými komoditami.

Dalším faktorem, který velmi významně ovlivňuje vznik, fungování a charakter burz, je jejich **právní forma**, ve které vznikají a existují, a **subjekty, které je zakládají a ovládají**. Podle tohoto hlediska je možné burzy rozdělit do těchto tří skupin:

1. veřejnoprávní typ burzy
2. soukromoprávní typ burzy a
3. veřejně obchodované burzy.

Veřejnoprávní typ burzy je historicky nejstarším typem burzy se silnou tradicí zejména v západní Evropě (např. Francie, Belgie, Španělsko, Německo), ale i v Latinské Americe. Uvedený typ burzy ve větší míře fungoval až do 80. a 90. let minulého století. Poté došlo k masovému odklonu především k soukromoprávnímu typu burzy. U veřejnoprávního typu burz hraje významnou roli stát reprezentován ministerstvem financí, obchodu nebo průmyslu. Rovněž stát v tomto případě zastoupen některým ze svých ministerstev (historicky pak osobou panovníka) plnil funkci zakladatele burz. Ve výjimečných případech byly burzy zakládány veřejnoprávními institucemi v podobě obchodních či průmyslových komor⁵¹. Veřejnoprávní typ burzy se v porovnání se soukromoprávním typem vyznačuje daleko menší měrou samostatnosti. Tento typ burz podléhá velice přísné regulaci ze strany zakladatele, který zpravidla stanovuje detailní podmínky pro obchodování, rozhoduje o kótaci cenných papírů na burze, jmenuje burzovní zprostředkovatele, rozhoduje či ovlivňuje výši zprostředkovatelských provizí apod.

Soukromoprávní typ burzy je zakládán většinou v podobě akciové společnosti, popř. menšinově společnosti s ručením omezeným subjekty, které se

⁵¹ PAVLÁT, V. *Burzy cenných papírů*. VŠFS, 2003, s. 16.

zabývají obchodováním s cennými papíry. Soukromoprávní typ burzy byl zcela typický pro anglosaské země (USA, Kanada, Velká Británie, Austrálie). Povolení k založení burzy soukromoprávního typu uděluje stanovený regulační orgán, který nad burzou poté vykonává dohled. Nicméně co se týká stanovení podmínek členství, pravidel obchodování, podmínek pro kótaci cenných papírů apod., má soukromoprávní burza mnohem větší pružnost a volnost než burza veřejnoprávní. Členství na některých soukromoprávních burzách je možno získat koupí „křesla“. Burza ve formě akciové společnosti musí plnit informační povinnosti plynoucí ze zákona. Vytváří rovněž orgány typické pro akciovou společnost s přesně vymezenými pravomocemi a povinnostmi. V posledních letech jsou burzám soukromoprávního typu vymezovány poměrně široké pravomoci, ale i odpovědnost ve vztahu k akcionářům. Regulace a dozor se soustřeďuje na přesně vymezené otázky a oblasti, jako je např. zakládání burz, boj proti nelegálním transakcím nebo ochrana investorů, zatímco burzy samotné jsou dosazovány do role samoregulační instituce s pravomocemi, které jim umožňují, aby si většinu burzovních pravidel a předpisů týkajících se samotného fungování burzy upravovaly samy.

Proměna soukromoprávní burzy na **burzu veřejně obchodovanou** je posledním trendem v této oblasti. Velké a významné burzy v poslední době stále častěji kótují své akcie na veřejných organizovaných sekundárních trzích. Smyslem tohoto zásadního kroku je zvýšit svou transparentnost pro investory, posílit svou prestiž a zajistit kontinuální promítání významných kurzotvorných faktorů do hodnoty svých akcií. Jako jedna z prvních burz k tomuto kroku přistoupila Deutsche Börse (2001). V novém tisíciletí se tímto směrem vydaly také NYSE (2006) a LSE (2007).

Nejvýznamnějšími světovými burzovními centry jsou burza v New Yorku (NYSE), NASDAQ, burza v Tokiu (TSE), resp. japonské burzy, burza v Londýně (LSE), burzovní aliance evropských burz EURONEXT, čínské, kanadské a indické burzy. Tržní kapitalizace a objemy obchodů uzavírané na těchto burzách, podle kterých lze posuzovat význam, velikost a pozici burz, jsou největší na světě. Přehled vybraných burzovních trhů seřazených podle jejich tržní kapitalizace k 31. 12. 2017 v mld. \$ nabízí tabulka č. 2.1. Kromě rapidních změn v tržních kapitalizacích jednotlivých burz, ke kterým došlo v průběhu uplynulého desetiletí, je z tabulky č. 2.1 možné posoudit hloubku propadu tržní kapitalizace burzovních trhů v souvislosti s finanční krizí, která vypukla v roce 2008.

**Tabulka č. 2.1 Tržní kapitalizace vybraných akciových burzovních trhů
ve vybraných letech (pořadí podle roku 2017)**

Burzovní trh	Tržní kapital. k 31. 12. 2006 (v mld. \$)	Tržní kapital. k 31. 12. 2007 (v mld. \$)	Tržní kapital. k 31. 12. 2008 (v mld. \$)	Tržní kapital. k 31. 12. 2009 (v mld. \$)	Tržní kapital. k 31. 12. 2016 (v mld. \$)	Tržní kapital. k 31. 12. 2017 (v mld. \$)
1. NYSE Gr.	15 421,2	15 650,8	9 208,9	11 837,8	19 573,1	22 081,4
2. NASDAQ US	3 865,0	4 013,7	2 396,3	3 239,5	7 779,1	10 039,3
3. Japan Exchange Group ⁵²	4 614,1	4 330,9	3 115,8	3 306,1	5 145,3	6 222,8
4. Shanghai Stock Exchange	917,5	3 694,3	1 425,3	2 704,8	4 367,5	5 074,4
5. London Stock Exch. Gr.	3 794,3	3 851,7	1 868,2	2 796,4	3 463,4	4 435,4
6. EURONEXT	3 712,7	4 222,7	2 101,7	2 869,4	3 949,2	4 393,0
7. Hong Kong Exchanges	1 715,0	2 654,4	1 328,8	2 305,1	3 168,5	4 350,5
8. Shenzhen Stock Exchange	NA	NA	NA	NA	3 423,3	3 617,9
9. TMX Group ⁵³	1 700,7	2 186,5	1 033,4	1 608,1	2 134,3	2 367,1
10. Nat. Stock Exch. India	774,1	1 660,1	600,3	1 224,8	1 638,5	2 351,5
11. Bombay Stock Exchange ⁵⁴	818,9	1 819,1	647,2	1 306,5	1 667,3	2 331,6
12. Deutsche Börse	1 637,6	2 105,2	1 110,6	1 292,4	1 953,3	2 262,2
13. Korea Exchange	834,4	1 122,6	470,8	834,6	1 416,1	1 771,8
14. SIX Swiss Exchange	1 409,6	1 374,3	874,5	1 048,3	1 464,4	1 686,4
15. Nordic Exchange ⁵⁵ (OMX)	1 122,7	1 242,6	563,1	817,2	1 420,8	1 533,5
16. Australian Stock Exch.	1 095,9	1 298,3	683,9	1 261,9	1 374,1	1 508,4
17. Johannesburg Stock Ex.	711,2	828,6	482,7	799,0	1 054,9	1 231,0
18. Taiwan Stock Ex. Corp.	594,7	663,7	356,7	657,6	918,5	1 073,1
19. BME Spanish Exch.	1 322,9	1 799,8	948,4	1 297,2	802,0	888,8

⁵² Dříve Tokyo Stock Exchange; skupina dnes zahrnuje Tokyo Stock Exchange, Osaka Securities Exchange, Japan Exchange Regulation, Japan Securities Clearing Corporation.

⁵³ Dříve Toronto Stock Exchange; skupina dnes zahrnuje Toronto Stock Exchange, TSX Venture Exchange, Montreal Exchange, Boston Option Exchange.

⁵⁴ Ve statistikách je používána zkratka BSE.

⁵⁵ Nordic Exchange, dříve OMX zahrnuje burzy ve Stockholmu, Kodani, Helsinkách, Reykjavíku, Rize, Vilniusu, Tallinnu a Jerevanu.

Burzovní trh	Tržní kapital. k 31. 12. 2006 (v mld. \$)	Tržní kapital. k 31. 12. 2007 (v mld. \$)	Tržní kapital. k 31. 12. 2008 (v mld. \$)	Tržní kapital. k 31. 12. 2009 (v mld. \$)	Tržní kapital. k 31. 12. 2016 (v mld. \$)	Tržní kapital. k 31. 12. 2017 (v mld. \$)
20. Singapore Exchange	384,3	539,2	265,0	481,2	692,9	787,3
21. Moscow Exchange	NA	NA	NA	NA	656,6	623,4
22. Thailand Stock Exch.	140,2	197,1	103,1	177,0	474,4	548,8
23. Bursa Malaysia	235,6	325,3	189,1	289,2	395,3	452,8
24. Mexican Exchange	348,3	397,7	234,1	352,0	370,6	417,0
25. Santiago Stock Exch.	174,4	212,9	131,8	230,7	227,9	294,7
.. Oslo Børs	279,9	353,4	145,9	227,2	242,9	287,2
.. Tel Aviv Stock Exchange	161,7	235,1	134,8	188,7	237,3	231,1
.. Istanbul Stock Exchange	162,4	286,6	118,3	234,0	159,5	227,5
.. Warsawa Stock Exch.	151,8	211,6	90,8	151,0	138,7	212,7
.. Wiener Börse	199,1	236,4	76,3	114,1	100,2	150,7
.. Irish Stock Exchange	163,3	143,9	49,5	61,3	136,4	146,6
.. Prague Stock Exchange	76,3	101,7	57,8	70,3	40,7	58,6
.. Athens Exchange	208,3	264,3	90,9	112,6	42,3	50,6
.. Budapest Stock Exchange	41,8	46,2	18,5	30,0	22,6	31,6
.. Ljubljana Stock Exch.	15,2	28,8	11,8	12,1	5,3	6,3
.. Bratislava Stock Exch.	4,4	4,7	3,9	5,1	4,6	5,5

Pramen: *WFE Annual Statistics Guide 2017*. World Federation of Exchanges. Statistics [on-line] [cit. 2018-05-24]. Dostupné z: <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/annual-statistics>, *Statistické ročenky 2017*. BCPB. Údaje o trhu. Statistické soubory [on-line] [cit. 2018-05-24]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/udaje-o-trhu/statistika/statisticke-soubory/#tab-content-45635>, *Ročenka za rok 2017*. BCPB. Štatistika ročná [on-line] [cit. 2018-05-24]. Dostupné z: <http://www.bsse.sk/%C5%A0tatistika/Ro%C4%8Dn%C3%A1.aspx>

2.1.4 Burzovní systém a jeho složky

Burzovní systém je vnitřně relativně složitý celek, který je však možné dekomponovat na několik samostatných složek, jež jsou propojeny vzájemnými vazbami. Přesné vymezení a bezproblémové fungování těchto složek v rámci burzovního systému je pro plynulý a efektivní chod burzy nezbytné. Při

formování jednotlivých složek burzovního systému sehrály svou roli technické, organizační, právní či historické faktory. Konkrétně je tedy burzovní systém tvořen těmito složkami:

1. obchodní systém
2. účastníci burzovních obchodů
3. burzovní příkazy
4. předmět obchodování
5. druhy obchodů
6. vypořádání obchodů
7. burzovní informace
8. kontrola, regulace a dohled.

Podstatu a obsah jednotlivých složek burzovního systému si v dalším textu detailněji objasníme a rozebereme.

2.1.4.1 Obchodní systém

Obchodní systémy využívané na různých burzách pro různé druhy instrumentů se v mnohém liší, což je způsobeno celou řadou aspektů, které obchodní systémy na burzách musí zohlednit a ošetřit. O jaké aspekty konkrétně jde? Především obchodní systém musí přesně vymezit způsob stanovování kurzů a frekvenci ve stanovování kurzů – tedy bude-li k němu docházet kontinuálně, několikrát denně nebo pouze jednou za den. Přesně musí být rovněž definována role burzovního zprostředkovatele při uzavírání obchodů. Druh obchodního systému na burze je významně determinován rolí, která je přisouzena výpočetní technice. A právě podle stupně zapojení výpočetní techniky do obchodování na burze je možné rozlišit:

1. **Prezenční burzu**, jež představuje klasický typ burzy, ve kterém jsou burzovní obchody uzavírány na parketu burzy za osobní účasti obchodníků a burzovních zprostředkovatelů. Na prezenční burze hraje výpočetní technika pouze druhořadou, pomocnou roli odvislou od druhu používaného obchodního systému.
2. **Elektronickou burzu**, která obchodování na klasickém burzovním parketu nahradila obchodováním prostřednictvím počítačové sítě. Jednotliví obchodníci a burzovní zprostředkovatelé se osobně nesetkávají, obchodují mezi sebou prostřednictvím počítačových systémů, popř. počítačové systémy obchodují po nastavení parametrů samy. Role výpočetní techniky je na elektronické burze naprosto stěžejní, a to ve všech činnostech jakkoliv souvisejících s obchodováním.

S ohledem na fakt, jakým způsobem a jak často dochází ke stanovení kurzů, a také s ohledem na fakt, jaká role je přisouzena burzovním zprostředkovatelům, vzniklo postupem času hned několik druhů obchodních systémů, a to jak pro prezenční, tak pro elektronickou burzu.

Na **prezenčních burzách** je možné volit mezi těmito různými **obchodními systémy**:

1. **Systém řízený příkazy (Order Driven System)** je charakteristický tím, že členové burzy předepsaným způsobem předávají burze do určitého okamžiku nákupní a prodejní příkazy. Tyto příkazy se shromažďují u burzovního zprostředkovatele, který však v tomto systému hraje pouze pasivní roli, což znamená, že shromažďuje příkazy, stanovuje kurz, ale sám neobchoduje. Pro tohoto burzovního zprostředkovatele se používá označení dohodce (na starších burzách senzál). Ve stanovený okamžik dohodce na základě obdržených příkazů stanoví kurz, při kterém je uzavřeno maximální množství transakcí. V daném okamžiku je takto stanovený kurz jediným kurzem na trhu. Celá procedura stanovení kurzu může být dohodcem provedena jednou nebo vícekrát denně. S ohledem na tuto okolnost je v rámci systému řízeného příkazy možné rozlišit podsystém jednotného kurzu a podsystém jednotlivých kurzů.

V systému **jednotného kurzu** dochází ke stanovení kurzu pouze jedenkrát za den ve stanovený okamžik. Všechny obchody uzavřené v týž den mají tedy stejný, fixovaný kurz, což znemožňuje sledovat burzovní tendenci. Systém jednotného kurzu je naprosto nevhodný pro obchodování s akcemi, protože má statický charakter a neumožňuje provádět arbitrážní obchody. S vědomím jeho vážných nedostatků by bylo menším zlem použít tento systém pro obchodování s dluhopisy, které vykazují nižší kolísavost kurzů. Pro zmírnění nedostatků systému jednotného kurzu bývá tento systém často doplněn o možnost dodatečného zadávání objednávek, které dohodce získává od obchodníků zpravidla metodou „veřejného křiku“ a které mu mají pomoci srovnat diskrepanci mezi nabídkou a poptávkou.

V systému **jednotlivých kurzů** jsou kurzy stanovovány několikrát denně, a to jako otevírací kurz, průběžné kurzy a uzavírací kurz. Otevírací kurz je stanoven stejným způsobem jako v systému jednotného kurzu. Jakmile se u burzovního dohodce shromáždí vhodné příkazy, stanoví dohodce průběžný kurz. Poslední kurz obchodního dne je kurzem uzavíracím. V porovnání se systémem jednotného kurzu je systém jednotlivých kurzů o poznání pružnějším systémem, který je schopen zohlednit aktuální vztah mezi nabídkou a poptávkou a který do jisté míry umožňuje provádění spekulace a arbitráže.

Systém řízený příkazy je možné charakterizovat jako velice transparentní (průhledný) systém, kde jsou informace o struktuře objednávek, kurzech a objemech obchodů snadno dostupné. Podstatnou nevýhodou tohoto obchodního systému je jeho nízká likvidita, jež je zajišťována nákupními a prodejními příkazy obchodníků, kteří podléhají vlivu nejrůznějších faktorů, stejně jako jejich zákazníci. Tyto faktory mohou vyvolat náhlé nahromadění příkazů jednoho typu nebo naopak jejich absenci, což může způsobit nerovnováhu mezi nabídkou a poptávkou a výrazné kolísání kurzů. Kurzy jsou tedy v systému řízeném příkazy náchylné na transakční volatilitu, což je v praxi odstraňováno stanovením cenových limitů, které vymezují koridor, v němž je kolísání kurzu pro daný den ještě přípustné.

Systém řízený příkazy byl převládajícím obchodním systémem na prezenčních burzách kontinentální Evropy a Latinské Ameriky. Pozůstatky tohoto systému se zachovaly dodnes jako doplněk na některých burzách v Německu. Do roku 1999 se tento obchodní systém používal na burze v Tokiu. Systém řízený příkazy za účasti senzálů rovněž využívala historická Pražská bursa pro zboží a cenné papíry fungující s přestávkami mezi lety 1871–1945.

2. **Systém řízený cenami (Price Driven System)** je obchodním systémem, ve kterém burzovní zprostředkovatel hraje aktivní roli, což znamená, že je mu svěřena jedna nebo více emisí, u nichž má povinnost zajišťovat jejich likviditu, tj. během stanovené doby neustále kótovat nákupní a prodejní kurzy, za které je ochoten nakupovat či prodávat. Burzovní zprostředkovatelé v aktivní roli jsou označováni jako tvůrci trhu (market makers) a jsou naprosto nezbytnou součástí všech systémů řízených cenami. Funkce tvůrců trhu spočívající v zajištění likvidity u stanovených emisí si vynucuje poměrně vysokou kapitálovou vybavenost market makerů.

V systému řízeném cenami probíhá obchodování kontinuálně, po celou vymezenou dobu, kdy mají tvůrci trhu povinnost kótovat nákupní a prodejní kurzy pro stanovené emise. Pro jedinou emisi existuje více tvůrců trhu, a proto v jednom časovém okamžiku může mít jeden cenný papír různé ceny. Cenové rozdíly však nebývají příliš výrazné a velice rychle díky působení konkurence a provádění arbitrážních obchodů mizí. Burzovní obchodníci uzavírají v systému řízeném cenami obchody mezi sebou nebo s tvůrci trhu, přičemž se snaží objevit co nejvýhodnější kótaci (kurz, cenu). Jednoznačnou předností systému řízeného cenami je jeho vysoká, nepřetržitá likvidita, jež je zabezpečována tvůrci trhu, kteří vyrovnávají krátkodobou nerovnováhu mezi nabídkou a poptávkou svými obchody na vlastní účet a riziko. Nevýhodou systému řízeného cenami je jeho netransparentnost, která např. znevýhodňuje klienty v jejich pozici oproti obchodníkům,

protože klienti nemají přehled o struktuře nákupních a prodejních kurzů a příkazů. Dalšími nevýhodami uvedeného systému jsou pak vyšší transakční náklady a obtížnější dohled nad obchody na vlastní účet a riziko.

Systém řízený cenami vznikl na burzách ve Velké Británii a v USA. Dodnes se podporován tradicí spíše už jako doplněk zachoval na největší burze světa NYSE v New Yorku. Dříve se používal na burzách v Londýně a v Amsterdamu.

3. **Aukční systém (Auction System)** je systémem, kde chybí burzovní zprostředkovatelé, a to jak v pasivní, tak v aktivní roli. Burzovní obchodníci obchodují přímo mezi sebou metodou veřejného křiku⁵⁶. V aukčním systému se obchodníci shromažďují na parketu burzy v hloučku a s pomocí svého hlasu a specifických gest nabízejí cenné papíry k prodeji nebo zveřejňují svůj zájem o nákup určitých titulů. Obchod je uzavírán mezi dvěma, v případě větší objednávky i mezi více zájemci. V systému nevzniká jednotná cena, ale naopak vznikají individuální ceny jako výsledek jednotlivých uzavřených transakcí. Obchodování se zpravidla účastní burzovní zapisovatel (úředník burzy), jenž obchodování zabezpečuje organizačně, což znamená, že oznamuje, se kterými tituly se bude obchodovat, a zapisuje základní údaje o sjednaných obchodech.

Aukční systém bývá hodnocen jako transparentní a výkonný, protože umožňuje kontinuální obchodování. Za jeho nevýhodu je považován fakt, že se především z technického a organizačního hlediska nehodí pro velké trhy, kde je obchodováno velké množství titulů.

Určité varianty či modifikace aukčního systému se používaly v podobě obchodování v kulise na historické pražské burze nebo ještě koncem 20. století na švýcarských promptních burzách. V určité podobě se prvky aukčního systému zachovaly dodnes např. na komoditních burzách v Chicagu, na NYSE v New Yorku nebo na některých latinskoamerických burzách.

Na **elektronických burzách** vznikly v průběhu let tyto různé **obchodní systémy**:

1. **Systém centrální objednávkové knihy (Central Order Book System)** vznikl elektronizací prezenčního systému řízeného příkazy s jednotlivými kurzy. Funkci burzovního dohodce (senzála) zde přebírá počítač, a proto v tomto systému vůbec osoba v podobě burzovního zprostředkovatele, ať již v roli pasivní, nebo v roli aktivní, nevystupuje. Operují zde pouze burzovní obchodníci, kteří zadávají své příkazy k nákupu a prodeji do

⁵⁶ Alternativně jsou používány termíny *à la criée* nebo *open outcry* systém.

centrální objednávkové knihy, s níž jsou spojeni prostřednictvím terminálů. V automatické objednávkové knize se příkazy řadí zpravidla podle časové a cenové priority. Příkazy, které si navzájem vyhovují svými parametry, počítačový systém automaticky spáruje⁵⁷. Párování příkazů a stanovení kurzů zajišťuje počítačový systém kontinuálně během času, který je vymezen pro obchodování, a to na principu maximalizace obrátu. Otevírací kurz je vždy prvním kurzem pro daný cenný papír v obchodním dni. Je výsledkem spárování příkazů, které se v počítačové centrální objednávkové knize nahromadily v přípravné fázi před zahájením obchodování. Na stanovení otevíracích kurzů navazuje průběžné (kontinuální) obchodování, kdy zadání nových příkazů do centrální objednávkové knihy vede k dalším transakcím. Odvisle od nich pak vznikají další kurzy. Kurz posledního uzavřeného obchodu v daném burzovním dni je kurzem uzavíracím.

Na systém centrální objednávkové knihy je pohlíženo jako na transparentní a spravedlivý systém s rovným postavením všech obchodníků. Podstatnou nevýhodou daného systému je jeho nižší likvidita, která zde není zajišťována tvůrci trhu. Systém je náchylný k transakční volatilitě, a proto je doplněn limity pro pohyb kurzů.

Příkladů burz, na kterých byl využíván či se stále využívá tento obchodní systém, lze nalézt bezpočet, neboť se jedná o jeden ze dvou v současné době nejfrekventovanějších obchodních systémů burz. Jako konkrétní příklady si můžeme uvést např. burzu v Londýně, burzu v Praze (Kontinuál v letech 1996–2012), burzu v Torontu, burzu v Tokiu, burzy aliance OMX, burzy aliance EURONEXT aj.

2. **Systém řízený cenami, tedy kurzy (Quote Driven System)**, je v podstatě elektronickou verzí prezenčního systému řízeného cenami. V uvedeném obchodním systému vystupují dva subjekty: jsou to burzovní obchodníci a tvůrci trhu (market makers), kteří plní funkci burzovních zprostředkovatelů v aktivní roli, což znamená, že mají pro několik jim svěřených emisí ve vymezeném čase povinnost neustále kótovat nákupní a prodejní kurzy, za které jsou ochotni obchodovat na vlastní účet a riziko. Obchodníci a tvůrci trhu jsou navzájem propojeni prostřednictvím počítačových sítí. Obchodníci mohou na počítači sledovat aktuální kurzy a kótace tvůrců trhu a poté uzavírat obchody buď s tvůrci trhu, nebo mezi sebou za kótace tvůrců trhu. Nespornou výhodou elektronické verze systému řízeného cenami zůstává jeho vysoká likvidita, která je zajišťována nepřetržitými kótacemi tvůrců trhu. Díky tomuto jeho pozitivu je uvedený obchodní systém často

⁵⁷ Tzv. matching.

používán pro ty burzovní trhy, které mají potíže s likviditou. Nevýhodou systému řízeného cenami je především jeho netransparentnost, obdobně jako tomu bylo rovněž v případě prezenční verze systému řízeného cenami. Systém řízený cenami je obchodním systémem, který v současnosti patří mezi dva nejvyužívanější druhy obchodních systémů burz. Je využíván na mnoha burzovních trzích, např. na americkém trhu NASDAQ, a to od jeho založení. Jako další konkrétní příklady trhů, kde je nebo byl využit daný systém řízený cenami, lze uvést např. burzu v Londýně nebo burzu v Praze (systém SPAD využívaný v letech 1998–2012).

3. **Systém jednotné cenové aukce (Single Price Auction System)** má některé společné rysy se systémem centrální objednávkové knihy a se systémem řízeným příkazy s jednotnými kurzy. Ke stanovení kurzu v systému obchodovaných cenných papírů dochází jen jednou denně, a to k určitému, pevně stanovenému časovému okamžiku. Pro systém jednotné cenové aukce je tedy typické, že využívá pouze jednotných kurzů. Při párování příkazů a stanovování kurzů je využíván princip maximalizace obrátu. Funkci burzovního zprostředkovatele v pasivní roli v tomto systému přebírá počítač. Fungování systému jednotné cenové aukce je hodnoceno spíše negativně. Systém je charakteristický nízkou likviditou, statičností v obchodování, fixními kurzy, které nejsou schopny sledovat burzovní tendenci. Systém jednotné cenové aukce je citlivý na náhodné nahromadění příkazů k nákupu a prodeji, a proto musí být opatřen cenovými limity. Příliš se nehodí pro obchodování s akciemi.

Pro své nedostatky není systém jednotné cenové aukce na vyspělých burzovních trzích příliš využíván. Používá se pouze na nových, rozvíjejících se trzích nebo jako doplňkový systém k dalším obchodním systémům. Systém jednotné cenové aukce byl využíván jako jediný systém obchodování v první polovině 90. let, tj. v prvních letech fungování BCPP a GPWW ve Varšavě. Určité prvky tohoto systému se na burze v Praze udržely i později (aukce využívaná do roku 2012).

4. **Kombinovaný obchodní systém** vznikne rovnoměrným propojením výše uvedených tří elektronických obchodních systémů. Pro obchodování s méně likvidními tituly se v kombinovaném systému může využít nepřetržitá činnost tvůrců trhu. Průběžné obchodování je zajišťováno prostřednictvím systému centrální objednávkové knihy, který je doplněn o systém otevírací a uzavírací aukce.

Jako nejvhodnější příklad kombinovaného obchodního systému je možno uvést systém XETRA, který v současné době využívá skupina frankfurtská burza, ale i vídeňská a pražská burza. Jistou, více či méně rovnoměrnou