

JIHOČESKÁ UNIVERZITA V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH
EKONOMICKÁ FAKULTA

DIPLOMOVÁ PRÁCE

2008

Bc. Hana Svobodová

JIHOČESKÁ UNIVERZITA V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH
EKONOMICKÁ FAKULTA
KATEDRA ÚČETNICTVÍ A FINANČÍ

Studijní program: N6208 Ekonomika a management

Studijní obor: Účetnictví a finanční řízení podniku



**Obchodování s dluhopisy na kapitálovém trhu
v České republice**

Vedoucí diplomové práce:
Ing. Růžena Víšková, Ph.D.

Autor:
Bc. Hana Svobodová

2008

JIHOČESKÁ UNIVERZITA V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH
Ekonomická fakulta
Katedra účetnictví a financí
Akademický rok: 2006/2007

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE
(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Hana SVOBODOVÁ**
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Účetnictví a finanční řízení podniku**

Název tématu: **Obchodování s dluhopisy na kapitálovém trhu v ČR**

Z á s a d y p r o v y p r a c o v á n í :

Cíl práce:
Analýza obchodování s dluhopisy na kapitálovém trhu v České republice v porovnání s trhy ve vybraných zemích.

Osnova:

1. Dluhopisy v České republice.
2. Kapitálový trh v České republice.
3. Vývoj obchodování s dluhopisy v posledních několika letech v ČR a ve vybraných zemích.
4. Komparace sektorová, teritoriální, vyhodnocení vybraných ukazatelů.
5. Závěr, predikce budoucího vývoje.

Rozsah grafických prací:
Rozsah pracovní zprávy: 60 - 70 stran
Forma zpracování diplomové práce: tištěná

Seznam odborné literatury:

Rejnuš, O.: Teorie a praxe obchodování s cennými papíry, Computer Press, Praha, 2003
Pavlát, V.: Kapitálové trhy, Professional Publishing, Praha, 2003
Musílek, P.: Trhy cenných papírů, Ekopress, Praha, 2002
Jílek, J.: Kapitálový a derivátový trh. Bankovní institut, a.s., Praha, 1998
Steigauf, S.: Investiční matematika, Grada Publishing, Praha, 1999
Kohout, P.: Peníze, výnosy a rizika, Ekopress, Praha, 1998
Kohout, P.: Investiční strategie pro třetí tisíciletí, Grada Publishing, Praha, 2005
www finančních institucí, burz, asociací, MF, ČNB
legislativa

Vedoucí diplomové práce: Ing. Růžena Víšková, Ph.D.
Katedra účetnictví a financí
Datum zadání diplomové práce: 14. března 2007
Termín odevzdání diplomové práce: 30. dubna 2008


prof. Ing. Magdalena Hrabánková, CSc.
děkanka

JIHOČESKÁ UNIVERZITA
V ČESKÝCH BUDEJOVICÍCH
EKONOMICKÁ FAKULTA
Studentská 13 (1)
370 05 České Budějovice


prof. Ing. František Střeleček, CSc., Dr.h.c.
vedoucí katedry

V Českých Budějovicích dne 14. března 2007

Čestné prohlášení:

Prohlašuji, že diplomovou práci na téma „Obchodování s dluhopisy na kapitálovém trhu v České republice“ jsem vypracovala samostatně. Použitou literaturu a další prameny jsem uvedla v seznamu literatury.

V Českých Budějovicích, dne 15. srpna 2008

Podpis:

Chtěla bych poděkovat Ing. Růženě Víškové, Ph.D. za vedení, pomoc a čas, který věnovala zpracování mé diplomové práce.

Obsah

1	ÚVOD	9
2	FINANČNÍ TRH	12
2.1	TYPY FINANČNÍCH TRHŮ.....	13
2.1.1	<i>Peněžní trh</i>	13
2.1.2	<i>Kapitálový trh</i>	14
3	REGULACE A DOZOR NAD KAPITÁLOVÝMI TRHY	16
4	KAPITÁLOVÝ TRH V ČESKÉ REPUBLICE	18
4.1	HISTORICKÝ VÝVOJ ČESKÉHO KAPITÁLOVÉHO TRHU	18
4.2	PRÁVNÍ NORMY PRO ČESKÝ KAPITÁLOVÝ TRH.....	20
4.3	SUBJEKTY KAPITÁLOVÉHO TRHU	21
4.3.1	<i>Emitenti cenných papírů</i>	21
4.3.2	<i>Investoři</i>	22
4.3.3	<i>Obchodníci s cennými papíry</i>	23
4.3.4	<i>Investiční společnosti a fondy</i>	24
4.3.5	<i>Investiční zprostředkovatelé</i>	27
4.3.6	<i>Centrální depozitář cenných papírů</i>	27
4.4	BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ.....	28
4.4.1	<i>Burza cenných papírů Praha, a. s.</i>	29
4.5	MIMOBURZOVNÍ TRH RM-SYSTÉM.....	32
4.5.1	<i>RM-Systém, a. s.</i>	33
4.6	NEORGANIZOVANÝ TRH OTC.....	34
5	DLUHOPISY	35
5.1	DLOUHODOBÉ DLUHOPISY	36
5.1.1	<i>Základní charakteristika dluhopisů</i>	36
5.1.2	<i>Jednotlivé formy dluhopisů</i>	37
5.1.3	<i>Rozdělení dluhopisů podle druhu kupónové sazby</i>	38
5.1.4	<i>Zvláštní druhy dluhopisů</i>	38
5.1.5	<i>Inovace dluhopisů</i>	41
5.1.6	<i>Emise dluhopisů</i>	43
6	VÝVOJ ČESKÉHO DLUHOPISOVÉHO TRHU	47
6.1	NOVODOBÁ HISTORIE	47
6.2	OBCHODOVÁNÍ S DLUHOPISY NA REGULOVANÝCH TRZÍCH	49

6.2.1	<i>Objemy obchodů s cennými papíry na BCCP a RM-Systém</i>	49
6.2.2	<i>Objemy obchodů s dluhopisy na jednotlivých tržních segmentech BCPP</i>	51
6.2.3	<i>Vývoj počtu emisí dluhopisů na jednotlivých tržních segmentech BCPP</i>	53
6.2.4	<i>Objemy obchodů s dluhopisy v členění podle druhu dluhopisu na BCPP</i>	55
6.2.5	<i>Rozdělení dluhopisů podle druhu kupónové sazby a splatnosti</i>	57
6.2.6	<i>Struktura investorů na dluhopisovém trhu v České republice</i>	59
6.3	OBCHODOVÁNÍ S DLUHOPISY NA NEORGANIZOVANÉM TRHU OTC.....	60
6.4	POROVNÁNÍ OBJEMU OBCHODŮ S DLUHOPISY NA REGUL. TRŽÍCH A MIMO REGUL. TRHY.....	62
7	FUNGOVÁNÍ SROVNÁVANÝCH BURZ CENNÝCH PAPÍRŮ	63
7.1	BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ BRATISLAVA	63
7.2	BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ VARŠAVA.....	66
7.3	BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ BUDAPEŠŤ	68
8	KOMPARACE BURZOVNÍCH OBCHODŮ S DLUHOPISY	70
8.1	OBJEMY OBCHODŮ S DLUHOPISY NA BCPP	70
8.2	OBJEMY OBCHODŮ S DLUHOPISY NA BCPB	70
8.3	OBJEMY OBCHODŮ S DLUHOPISY NA WSE	71
8.4	OBJEMY OBCHODŮ S DLUHOPISY NA BSE	71
8.5	SROVNÁNÍ VÝNOSŮ STÁTNÍCH DLUHOPISŮ VE VYBRANÝCH ZEMÍCH	73
9	ZÁVĚR	76
10	SUMMARY	80
11	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	82

1 Úvod

V současné době, téměř každý z nás, kdo má k dispozici volné peněžní prostředky, se snaží o to, aby je dokázal dostatečně zhodnotit, nebo alespoň udržel jejich nynější hodnotu i v budoucnosti a eliminoval tak negativní dopad inflace. Jakým způsobem budeme se svými volnými finančními prostředky hospodařit, záleží především na konkrétních cílech, informovanosti a preferencích jednotlivých investorů.

Jednou z možností, kde volné finanční prostředky zhodnotit je kapitálový trh, který v současné době nabízí celou řadu možností. Kapitálový trh plní nezbytný mechanismus alokace peněžních prostředků v zemích s rozvinutou ekonomikou. Jde o místo, kde na straně poptávky stojí investoři, kteří investují své volné finanční prostředky do investičních instrumentů (cenných papírů) za účelem jejich výnosnosti. A na straně nabídky stojí emitenti majetkových nebo dluhových cenných papírů, které získávají peněžní prostředky pro financování svého růstu a rozvoje.

Všichni investoři by měli před samotným rozhodnutím, do jakých investičních instrumentů budou investovat, zvážit a posoudit celou řadu kritérií. Každý z nich by měl mít představu o tom, kolik finančních prostředků potřebují k tomu, aby zajistili fungování své domácnosti, jakých výnosů, likvidity chtějí dosáhnout a jaká rizika jsou ochotni podstoupit. Podle míry rizik, které jsou investoři ochotni podstoupit se poté mohou vybrat různé konkrétní typy cenných papírů. Chtějí-li investoři dosáhnout vysokého zhodnocení svých volných peněžních prostředků musí tak podstoupit i větší míře rizika.

Tématem mé diplomové práce je obchodování s dluhopisy na kapitálovém trhu v České republice. Dluhopisy jsou všeobecně považovány za významné investiční instrumenty, mající nezastupitelnou úlohu při financování kteréhokoliv

ekonomického systému. V současné době je dluhopisový trh nezbytnou součástí trhů cenných papírů.

V druhé kapitole se zaměřuji nejprve v obecné rovině na podstatu finančního trhu, jeho význam a strukturu, neboť součástí složitého komplexu finančních trhů je i kapitálový trh. V další části první kapitoly blíže popisuji členění kapitálového trhu podle umístění emise cenných papírů a podle způsobu obchodování.

V třetí kapitole se zabývám regulací a dozorem nad kapitálovými trhy, kterou vykonává státní dozor. Charakterizují základní cíle, formy a nástroje státní regulace kapitálového trhu.

Ve čtvrté kapitole popisují kapitálový trh v České republice. Zmiňuji se o jeho historickým vývoji a uvádím všechny hlavní a některé související předpisy pro kapitálový trh, spolu s dalšími řády a pravidly. Zároveň charakterizují jednotlivé subjekty českého kapitálového trhu, a to emitenty cenných papírů, investory, obchodníky s cennými papíry, investiční společnosti a fondy, investiční zprostředkovatele a centrální depozitář cenných papírů. Detailněji se zabývám charakteristikou Burzy cenných papírů Praha a společností RM-Systém, která je organizátorem mimoburzovního trhu s cennými papíry.

V páté kapitole definuji pojem dluhopis a vysvětluji význam dluhopisového trhu. Popisují dlouhodobé dluhopisy kapitálového trhu, základní pojmy používané u dluhopisů, formy dluhopisů a zvláštní druhy dluhopisů. Zmiňuji se i o řadě různých druhů dluhopisů, které se vyskytují na světových kapitálových trzích. V závěru této kapitoly uvádím náležitosti emisních podmínek a objasňuji pojem rating.

Jelikož má tato práce za cíl analyzovat vývoj obchodování s dluhopisy na kapitálovém trhu v České republice, šestou kapitolu věnuji vývoji českého

dluhopisového trhu. Nejprve se zde zabývám novodobou historií českého dluhopisového trhu a v následujících částech analyzuji vývoj obchodování s dluhopisy v posledních několika letech na regulovaných trzích a mimo regulované trhy. Podrobnější postup provedení této analýzy je popsán v úvodu této kapitoly.

V sedmé a osmé kapitole se zabývám analýzou vývoje obchodování s dluhopisy na kapitálovém trhu v České republice v porovnání s trhy vybraných zemí, a to se slovenským, polským a maďarským trhem. Tyto trhy jsem si vybrala zejména proto, že vznikly z podobných historických, ekonomických, geografických a kulturních základů. Všechny tyto čtyři postkomunistické země se v oblasti kapitálových trhu označují jako tzv. emerging markets, neboli stále rozvíjející se trhy. Při studiu odborné literatury jsem ale zjistila, že termín kapitálový trh je velice rozsáhlý a analyzovat kapitálové trhy jako celky je úkol náročný. Jelikož by zadaný rozsah práce nestačil analýze kapitálových trhů, je práce zúžena pouze na komparaci burz cenných papírů vybraných zemí. Stručně se zde také zmiňuji o historickém vývoji těchto třech burz, jejich organizační struktuře, tržních segmentech, typech burzovních obchodů a obchodních systémech, pomocí nichž se burzovní obchody realizují.

2 Finanční trh

Finanční trh je významným článkem z komplexu trhů, které jsou v rámci ekonomického systému rozlišovány. V ekonomickém systému jsou zpravidla rozeznávány tři základní typy trhů: trh výrobních faktorů, trh zboží a služeb a trh finanční. Tyto trhy fungují v tržní ekonomice vedle sebe, vzájemně se podmiňují, ovlivňují a doplňují.

Finanční trh je institucionální mechanismus vytvořený společností pro směrování úspor a jiných finančních služeb k těm jednotlivcům a institucím, kteří jsou za ně ochotni platit. Finanční trhy jsou srdcem finančního systému. Určují objem disponibilního úvěru, podněcují spořivost, vytvářejí úrokové sazby a ceny cenných papírů¹.

Hlavní význam finančního trhu spočívá v přesunu volných finančních prostředků z oblasti jejich zniku do oblasti jejich potřeby a užití. Jde o místo, kde dochází k přelévání volných finančních prostředků od přebytkových jednotek k jednotkám deficitním a to s cílem jejich efektivního a produktivního využití. Přebytkové jednotky mají přebytek volných finančních prostředků, a proto jsou ochotny tyto volné zdroje zapůjčit jinému subjektu. Deficitní jednotky se na rozdíl od přebytkových jednotek pokoušejí na finančním trhu volné finanční prostředky získat, což jim umožní realizovat jejich záměry.

Proces financování na finančních trzích může probíhat přímo, polopřímo či nepřímo prostřednictvím finančních zprostředkovatelů. Při přímém financování si deficitní jednotky půjčují peněžní prostředky přímo od přebytkových jednotek na finančních trzích tím, že jim prodávají své investiční instrumenty, zejména cenné papíry, které představují příslušný věřitelský nárok. Jedná se o tzv. primární cenné papíry, protože směřují přímo od emitenta k příslušnému

¹ Rose, P. S. (1996)

investorovi. Polopřímé financování je specifické tím, že mezi přebytkové a deficitní jednotky se nestřetávají přímo mezi sebou, ale prostřednictvím určitého prostředníka, kterým jsou zpravidla specializované firmy, poskytující informace o možných nákupech a prodeích investičních instrumentů. Nepřímý přesun volných peněžních prostředků je charakterizován tím, že mezi přebytkové a deficitní jednotky vstupují finanční zprostředkovatelé, zejména komerční banky, pojišťovny, spořitelny, investiční společnosti, penzijní fondy. Finanční zprostředkovatelé emitují vlastní investiční instrumenty, tzv. sekundární investiční instrumenty, tyto nabízejí přebytkovým jednotkám a za získané peněžní prostředky nakupují investiční instrumenty od deficitních jednotek.

2.1 Typy finančních trhů

Finanční trh je možné členit podle různých hledisek, které se navzájem prolínají. Například podle předmětu, času, teritoria a účastníků obchodování, použitých finančních instrumentů, četnosti a způsobu obchodování aj. Nejčastěji používaným hlediskem členění finančního trhu je hledisko délky splatnosti investičních instrumentů, které se na něm obchodují. Z tohoto pohledu je finanční trh členěn na peněžní a kapitálový trh.

2.1.1 Peněžní trh

Peněžní trh je institut, kde se subjekty s přechodným přebytkem peněžních prostředků setkávají se subjekty, které vzhledem k jejich přechodnému nedostatku tyto prostředky poptávají. Je tvořen trhem krátkodobých úvěrů a trhem krátkodobých cenných papírů, splatných zpravidla do jednoho roku. Tyto nástroje se obecně vyznačují především poměrně malým rizikem, nižším výnosem a co se týká cenných papírů, většinou i jejich poměrně vysokou likviditou. Jednou z hlavních funkcí peněžních trhů je financování provozního

kapitálů podniků a poskytování krátkodobých peněžních půjček jak domácnostem, tak zejména vládám².

2.1.2 Kapitálový trh

Kapitálový trh je trhem dlouhodobých instrumentů, přičemž jako kritérium dlouhodobosti lze považovat splatnost delší než jeden rok. Za hlavní instrumenty kapitálového trhu jsou považovány akcie a dluhopisy. Vzhledem k této skutečnosti je tento trh někdy sám o sobě nazýván také trhem cenných papírů. Na kapitálovém trhu jsou kromě akcií a dluhopisů také obchodovány podílové listy, hypoteční zástavní listy nebo finanční deriváty v podobě opcí, futures či swapů. Z obecného hlediska je s instrumenty kapitálového trhu spojen vyšší výnos a vyšší riziko než s instrumenty peněžního trhu. Účastníky kapitálového trhu mohou být jednotlivci, podniky, finanční instituce, vlády, mezinárodní organizace, kteří na tomto trhu působí jako emitenti, investoři a finanční zprostředkovatelé.

Kapitálový trh je možné členit podle dalších hledisek takto³:

1. Podle umístění emise cenných papírů:

- a) primární trh,
- b) sekundární trh.

Na *primárním trhu* jsou cenné papíry emitovány. Jako kupující vystupuje ten, kdo chce své peníze uložit do cenných papírů. Jedná se tedy o investory. Tento primární trh cenných papírů se někdy nazývá jako trh nových cenných papírů. Zde cenný papír získává první nabyvatel (majitel).

² Rejnuš, O. (2003)

³ Duspiva, P. a Tetřevová, L. (2006)

Sekundární trh je trhem již emitovaných cenných papírů – trh starých cenných papírů. Na tomto trhu cenný papír mění svého majitele.

2. Podle způsobu obchodování:

- a) regulované trhy,
- b) neregulované trhy.

Na *regulovaných trzích* se setkává anonymní nabídka a poptávka po cenných papírech. Organizátoři regulovaných trhů realizují obchody s cennými papíry a zajišťují jejich vypořádání.

Regulované trhy se dále člení na:

- *Burzovní trhy*, organizátorem je burza cenných papírů. Burzy jsou nejdokonaleji organizovaným trhem s cennými papíry, jejich činnost je upravena zákonem. V České republice existuje jediná burza, a to Burza cenných papírů Praha, a. s..
- *Mimoburzovní trhy*, organizátorem je neburzovní instituce, která pro svoji činnost získala státní povolení (licenci od České národní banky). V České republice existuje také pouze jeden mimoburzovní trh RM-System, a.s..

Na *neregulovaných trzích* se uskutečňují obchody s cennými papíry přímo mezi kupujícím a prodávajícím. Tyto obchody jsou označovány jako obchody přes přepážku⁴. Na tomto trhu obchodují investoři, kteří disponují určitými investičními instrumenty a prodávají každému, kdo přijde a respektuje jejich cenu.

⁴ OTC trhy (Over-The-Counter)

3 Regulace a dozor nad kapitálovými trhy

Regulace a dozor je jedním z důležitých aspektů každého hladce fungujícího kapitálového trhu. Se systémem regulace a dozoru se lze setkat již ve starém Egyptě, v Mezopotámii a také v antickém Římě a Řecku.

Jako příčiny vzniku regulace a dozoru nad kapitálovými trhy lze brát v úvahu především samostatný zájem účastníků trhu, kteří potřebovali ochranu před osobami narušujícími hladký průběh obchodování. Další příčinou byl i zájem státu, a to zájem o efektivní výběr daní a poplatků od účastníků trhu.

Dnes je důležitost regulace a dozoru nad kapitálovými trhy všeobecně uznávána. Metody regulace a dozoru se v jednotlivých zemích liší, a to svým obsahem, rozsahem, formami a metodami regulace a dozoru na tyto trhy. Empiricky je sice ověřeno, že žádný ideální nebo universální systém regulace a dozoru nad kapitálovými trhy neexistuje a ani existovat nemůže, rozhodně však lze mnohé ze soudobých systémů postupně zdokonalovat⁵.

Mezi obecné cíle regulace a dozoru, které jsou zakotveny v zákonech dnes patří zejména ochrana investora investujícího na kapitálovém trhu proti nelegálním a nepoctivým praktikám, ochrana kapitálového trhu jako celku, transparentnost, důvěryhodnost, výkonnost, férovost, ochrana spotřebitelů (finančních služeb) a informovanost veřejnosti.

Státní regulace spočívá v registraci všech subjektů a cenných papírů formou licencování obchodníků s cennými papíry, organizátorů trhu, profesionálních investorů a dalších subjektů; dále formou registrace informací, které se týkají emitenta a emise cenných papírů a formou stanovení specifických standardů pro nově emitované cenné papíry, které musí být dosaženy před okamžikem veřejného prodeje. Základními a mezinárodně uplatňovanými nástroji regulace

⁵ Pavlát, V. a Kubíček, A. (2004)

jsou informační povinnosti emitenta, které slouží k zabezpečení dostatečného množství pravdivých, aktuálních a relevantních informací investorům a ochrana klienta před nekalými praktikami (např. před obchody založenými na zneužití vnitřních informací, praní špinavých peněz, podvodným operacím typu pracích prodejů, čeření účtů a vytváření nelegálních obchodních skupin)⁶.

Právní předpisy týkající se regulace a dozoru nad kapitálovými trhy musí být takové, aby investory motivovaly a stimulovaly k tomu, aby investovali do cenných papírů. Pozitivní motivací investorů mohou být například daňové úlevy. Pokud není systém regulace a dozoru vybaven dostatečnými motivačními a stimulačními prvky, nemají investoři důvod k tomu, aby preferovali investování na kapitálovém trhu před jinými formami investic. Nutné je také neodradit investory ani poskytovatele služeb – obchodníky s cennými papíry od investování na kapitálovém trhu např. nepřiměřeností sankcí. Je tedy nezbytné vyvážené spojení preventivní a represivní stránky činností na kapitálovém trhu.

V současné době zajišťuje regulaci a dozor nad kapitálovým trhem v České republice Česká národní banka. Česká národní banka v rámci vykonávání dozoru uděluje a odebírá povolení účastníkům kapitálového trhu, kontroluje jejich činnost, sleduje informační povinnost emitentů cenných papírů, řeší stížnosti na účastníky trhu a ukládá pokuty za porušování pravidel.

⁶ Duspiva, P. a Tetřevová, L. (2006)

4 Kapitálový trh v České republice

4.1 Historický vývoj českého kapitálového trhu

Kapitálový trh v zemích bývalé koruny české jako součásti Rakouska – Uherska i v bývalém Československu po první světové válce měl relativně slušný rozsah. Jeho fungování bylo dostatečně zajištěno existencí odpovídajících subjektů: byla zde Peněžní burza, Pražská zúčtovací banka, Pražská burza, senzátové, burzovní komisař atd. a existoval i dostatek potřebných investičních instrumentů – státní půjčky, akcie atd. Úřední obchod na burze v Praze byl v roce 1938 omezen a později úplně zastaven. Obchodování na pražské burze po roce 1945 nebylo obnoveno a burza byla v roce 1952 oficiálně zrušena. K prvnímu červnu 1953 byly pak při peněžní reformě zrušeny závazky a pohledávky z tuzemských cenných papírů a tím byla v podstatě existence kapitálového trhu v Československu ukončena⁷.

Pokud prozatím ještě pomineme významnou etapu spojenou s kupónovou privatizací, pak situace existující u nás v letech 1990 až 1992 nebyla příliš složitá a relativně dobře umožňovala vývoj kapitálového trhu. V těchto letech bylo nově povoleno vydání více než 282 emisí cenných papírů, z nichž přibližně 100 bylo obchodovatelných a jejich emitenty byly např. velké podniky, banky či družstva. Začalo se také obchodovat na prozatímním sekundárním trhu. Jeho účastníky byly především banky a obchodovalo se na něm jednou za 14 dní formou aukce. Prioritou obchodů na prozatímním sekundárním trhu bylo postupné vytváření podmínek pro to, aby se banky, ale především investoři a emitenti naučili orientovat na kapitálovém trhu. Technika obchodování byla na tomto trhu obdobná jako na burzovním trhu. Na prozatímním sekundárním trhu proběhlo celkem 37 aukcí, poslední z nich byla uskutečněna 22. prosince 1992. Obchodovalo se zde s dluhopisy a podílovými listy.

⁷ Pavlát, V. a Kubíček, A. (2004)

Dominantní roli ve vývoji českého kapitálového trhu sehrála kupónová privatizace, která proběhla ve dvou vlnách, a to v letech 1991 až 1995. Východiskem této metody byla transformace naší ekonomiky z centrálně plánované na ekonomiku tržní. Zúčastnila se jí dobrovolně nebo prostřednictvím Investičních privatizačních fondů velká většina dospělých občanů. Kupónová privatizace byla nejenom hlavním impulsem ke vzniku kapitálového trhu v České republice, ale významně jej také ovlivnila.

V souvislosti s tím vznikla 24. listopadu 1992 Burza cenných papírů Praha, a. s.. Na jejím založení se podílelo dvanáct českých a slovenských peněžních institucí a pět firem s povolením k obchodování s cennými papíry. První obchodní seance na Burze cenných papírů Praha, a. s. se uskutečnily 6. dubna 1993 a to pouze se sedmi tituly (vládními a podnikovými dluhopisy) při objemu ve výši 2 milionů korun.

Rovněž v tomto období vznikl RM-Systém, organizovaný mimoburzovní trh, určený především pro přímé obchodování drobných investorů se všemi akciemi vzešlymi z procesu Kupónové privatizace.

Do vývoje českého kapitálového trhu je také důležité zahrnout datum vzniku Komise pro cenné papíry. Svou činnost zahájila k 1. dubnu 1998 a Parlament ČR ji ustanovil jako nezávislý správní úřad pro oblast kapitálového trhu. Posláním Komise bylo svou činností přispívat k rozvoji a ochraně kapitálového trhu v rámci působnosti svěřené jí zákonem. Jako hlavní cíle si stanovila ochranu investorů, rozvoj kapitálového trhu a informovanost veřejnosti. Svoji činnost ukončila komise k 31. březnu 2006.

V současné době je náš trh s cennými papíry společně s ostatními trhy transformujících se států východní Evropy považován za trh dosud plně nerozvinutý s částečně nízkou efektivností (emerging marketes). Významným momentem pro posílení autority a postavení Burzy cenných papírů Praha, a. s.

bylo její přijetí v roce 2001 do Mezinárodní federace Burz. Český kapitálový trh po roce 2001 zaznamenával pozitivní vývoj v souvislosti se vstupem České republiky do Evropské unie. Postupně se harmonizovala legislativa kapitálového trhu a ke vstupu do Evropské unie dne 1. května 2004 byl přijat soubor nových zákonů upravujících kapitálový trh. Legislativa odpovídající Evropské unii a hospodářský růst České republiky přilákal zahraniční investory, což se odrazilo v růstu českého kapitálového trhu a zvýšení jeho vyspělosti⁸.

4.2 Právní normy pro český kapitálový trh

Hlavními právními normami upravující kapitálový trh je zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech a zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, které vymezují cenné papíry, subjekty kapitálového trhu a podmínky fungování trhu. Mezi další hlavní předpisy přímo určující kapitálový trh patří zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech a zákon č. 57/2006 Sb., o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dohledu nad finančním trhem.

Fungování kapitálového trhu dále vymezuje celá řada právních předpisů, které úzce souvisejí s kapitálovým trhem, např. zákon č. 21/1993 Sb., o České národní bance, zákon č. 21/1992 Sb., o bankách, zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon, zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, zákon č. 140/1961 Sb., trestní zákon, zákon č. 259/2004 Sb., o makléřích aj.

Významnou roli v legislativním rámci kapitálového trhu plní i řády a pravidla institucí zajišťujících obchody s cennými papíry, kterými jsou Burzovní řád Burzy cenných papírů Praha, a. s., Pravidla obchodování Burzy cenných papírů

⁸ Duspiva, P. a Tetřevová, L. (2006)

Praha, a. s., Tržní řád společnosti RM-Systém, a. s. a Provozní řád Centrálního depozitáře cenných papírů, a. s..

4.3 Subjekty kapitálového trhu

Na kapitálovém trhu působí celá řada subjektů, které zde sehrávají zcela rozdílné role. Pro svoji činnost potřebují státní povolení od České národní banky. Tyto subjekty a vzájemné vazby mezi nimi tvoří základní strukturu kapitálového trhu. Subjekty kapitálového trhu jsou emitenti cenných papírů, investoři, obchodníci s cennými papíry, investiční společnosti a fondy, investiční zprostředkovatelé, Centrální depozitář cenných papírů, burza a RM-Systém.

4.3.1 Emitenti cenných papírů

Emitent je právnická osoba, která vydává různé druhy cenných papírů za účelem získání finančních prostředků na rozvoj svého podnikání. Emitentem cenných papírů se může být stát, obec, peněžní instituce a podnik.

První prodej cenných papírů se uskutečňuje jeho emisí na primárním trhu. Prodej cenných papírů může organizovat sám emitent nebo může využít služeb zprostředkovatelů. V důsledku toho existují dvě základní metody emise cenných papírů:

- *Vlastní emise.* Emitent sám prodává cenné papíry veřejnosti. Tento způsob emise je pro emitenta levnější, neboť nemusí platit provizi zprostředkovateli, avšak nese riziko případného nerozprodání cenných papírů. Pro tuto metodu se emitent rozhoduje v případě, kdy na kapitálovém trhu převládá poptávka po cenných papírech nebo tehdy, když je emitent dostatečně známý finanční veřejnosti.
- *Cizí emise.* Používá se tehdy, pokud emitent není dostatečně známý finanční veřejnosti a je málo pravděpodobné, že se mu samotnému podaří rozprodat cenné papíry. K cizí emisi se využívá služeb specializovaných

institucí (investiční banky, obchodníci s cennými papíry). Tyto instituce vybírají za svou činnost provizi.

Jsou-li v rámci emise cenné papíry nabízeny široké investorské veřejnosti, jedná se o veřejnou emisi cenných papírů. Smluvní ujednání v případě veřejné emise jsou složitější a smlouvy jsou vysoce standardizované. Veřejná emise podléhá také určitému typu regulace, proto je při její přípravě nutno dodržet určité kroky, zejména je nutno vyhotovit prospekt cenného papírů. Emise je poté schvalována nebo registrována regulatorním orgánem⁹. Naopak jsou-li cenné papíry nabízeny vybraným individuálním nebo institucionálním investorům, kteří jsou seznámeni se situací emitenta a drží cenný papír po celou dobu jeho životnosti, jedná se o soukromou emisi cenných papírů. Již emitované cenné papíry jsou dále prodávány a nakupovány dalšími investory na sekundárním trhu, na kterém emitent nezískává žádný další finanční kapitál.

4.3.2 Investoři

Investor na kapitálovém trhu je fyzická nebo právnická osoba, která investuje své volné finanční prostředky do nákupu různých druhů cenných papírů. Investory můžeme členit na individuální a profesionální investory. Individuálními investory jsou jednotlivé osoby, podniky či obce, kteří investují své vlastní finanční prostředky. Mezi profesionální investory patří obchodníci s cennými papíry, banky, pojišťovny, zajišťovny, investiční společnosti a fondy, penzijní fondy, kteří investují cizí finanční prostředky, svěřené jim jinými osobami.

⁹ Nývltová, R. a Režňáková, M. (2007)

4.3.3 Obchodníci s cennými papíry

Obchodník s cennými papíry může být pouze právnická osoba, která poskytuje svým klientům investiční služby na základě povolení od regulatorního orgánu. Jeho hlavním úkolem je podle příkazu klienta nakoupit nebo prodat cenný papír a zajistit, aby vše proběhlo správně a včas podle požadavků klienta. Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu stanovuje, že obchodníkem s cennými papíry může být pouze akciová společnost nebo společnost s ručením omezením, která pokud se jedná o akciovou společnost, vydává pouze listinné akcie na jméno nebo zaknihované akcie; pokud se jedná o společnost s ručením omezením, která má zřízenou dozorčí radu a tato dozorčí rada má takové pravomoci, jako jsou pravomoci dozorčí rady akciové společnosti podle obchodního zákoníku; která má sídlo na území České republiky; má průhledný kapitál a nezávadný původ počátečního kapitálu včetně základního kapitálu a má věcné, personální a organizační předpoklady pro výkon činnosti obchodníka s cennými papíry. Dále zákon pro činnost obchodníků s cennými papíry stanovuje, které investiční činnosti mohou poskytovat na kapitálovém trhu svým zákazníkům, přičemž tyto služby rozděluje na hlavní a doplňkové. Výše vlastního kapitálu obchodníka s cennými papíry, která je odvozena od šíře okruhu poskytovaných investičních služeb, musí činit alespoň částku odpovídající 50 000 až 730 000 eur.

Obchodníky s cennými papíry jsou banky, které obchodují pro své klienty na jejich účet a pro sebe na svůj účet. Dále mohou obchodníci s cennými papíry vystupovat jako dealeři nebo brokeři. Vystupují-li obchodníci s cennými papíry jako dealeři, obchodují svým jménem na vlastní účet a riziko. Naopak vystupují-li obchodníci s cennými papíry jako brokeři, mohou jednat vlastním jménem, ale obchodují vždy na cizí účet a riziko.

Svou odbornou činnost při poskytování investičních služeb, ke kterým má oprávnění, vykonává obchodník s cennými papíry prostřednictvím svého zaměstnance, který má povolení k činnosti makléře. Toto povolení uděluje

příslušný regulační orgán, na základě úspěšného složení makléřských zkoušek. Jeden makléř může být zaměstnancem pouze jednoho obchodníka s cennými papíry, a to především z důvodu zabránění konfliktu zájmů¹⁰.

Mezi nejvýznamnější obchodníky s cennými papíry v České republice patří společnosti Patria Finance, Wood & Company Financial Services, Česká spořitelna, ČSOB, HVB bank, Komerční banka, Atlantik finanční trhy.

4.3.4 Investiční společnosti a fondy

Základními institucemi kolektivního investování jsou investiční společnosti, investiční fondy a podílové fondy. Kolektivním investováním se rozumí podnikání, jehož předmětem je shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti upisováním akcií investičního fondu nebo podílových listů podílového fondu, investování na principu rozložení rizika a další obhospodařování tohoto majetku¹¹.

Investiční společnost je právnická osoba, jejímž předmětem podnikání je kolektivní investování spočívající ve vytváření a obhospodařování podílových fondů, nebo v obhospodařování investičních fondů na základě smlouvy o obhospodařování¹². Dále může investiční společnost poskytovat jiné investiční společnosti nebo investičnímu fondu, který nemá uzavřenou smlouvu o obhospodařování, celou řadu služeb souvisejících s kolektivním investováním (vedení účetnictví, právní služby, oceňování majetku a závazků fondu, zajišťování plnění daňových povinností, vydávání a odkupování podílových listů nebo akcií fondu, nabízení podílových listů nebo akcií, propagace služeb a další). Mezi nejvýznamnější bankovní investiční společnosti v České republice patří např. Investiční společnost ČSOB, a. s., Investiční kapitálová společnost

¹⁰ Veselá, J. (2005)

¹¹ Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování

¹² Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování

KB, a. s., Investiční společnost České spořitelny, a. s.. Z nebankovních investičních společností patří mezi nevýznamnější AKRO investiční společnost, a. s., AXA investiční společnost, a. s. nebo zahraniční investiční společnost CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT investiční společnost, a.s..

Investiční fondy jsou rovněž právnické osoby, které mohou být založeny a obhospodařovány investiční společností, nebo mohou být samostatnými ekonomickými subjekty. Předmětem investičních fondů je kolektivní investování. Akcionáři investičních fondů mají stejná práva jako ostatní akcionáři stanovená obchodním zákoníkem. Investiční fondy mohou vydávat pouze akcie stejné jmenovité hodnoty a nesmějí vydávat zatímní listy, prioritní a zaměstnanecké akcie či dluhopisy.

Podílové fondy nemají právní subjektivitu a jsou zakládány investičními společnostmi, které také zpravidla obhospodařují jejich majetek svým jménem a na účet podílníků, tj. majitelů podílových listů. Finanční prostředky shromažďuje do podílového fondu investiční společnost vydáváním podílových listů.

Základní druhy podílových fondů¹³:

- *Otevřený podílový fond.* Podílníci mají právo na zpětné odkoupení podílových listů investiční společnosti za aktuální hodnotu podílového listu v den zpětného odkupu. Podílové listy otevřeného podílového fondu jsou tak plně likvidní. Proto se s nimi neobchoduje na regulovaných trzích. Prodej podílových listů není časově omezen. Základními typy otevřených podílových fondů jsou fondy peněžního trhu, dluhopisové fondy, akciové fondy, smíšené fondy, fondy fondů a zajištěné fondy.
- *Uzavřený podílový fond.* Investiční společnost neodkupuje podílové listy uzavřeného podílového fondu. S podílovými listy lze obchodovat na regulovaných a neregulovaných trzích. Uzavřený podílový fond se vytváří na

¹³ Duspiva, P. a Tetřevová, L. (2006)

dobu určitou, která musí být uvedena ve statutu fondu. Prodej podílových listů je časově omezen.

Dělení fondu podle charakteru a zaměření:

- *Standardní fond.* Může mít formu pouze otevřeného podílového fondu. Splňuje požadavky práva Evropské unie. Shromážděné finanční prostředky může fond investovat pouze do majetku, kterým může být pouze majetek uvedený v zákoně (např. investiční cenné papíry a nástroje peněžního trhu, cenné papíry vydané standardním a speciálním fondem, vkladů, finančních derivátů aj.) Fond může nabízet podílové listy v České republice i v jiných členských státech Evropské unie.
- *Speciální fond.* Může mít formu investičního fondu, otevřeného nebo uzavřeného podílového fondu. Nesplňuje požadavky práva Evropské unie a působnost fondu je pouze v daném státě. Tyto fondy jsou dále členěny podle druhu majetku, do něhož převážně investují (např. fond cenných papírů, fond rizikového kapitálu, fond nemovitostí, fond derivátů, fond fondů, fond smíšený aj.).

Každý fond kolektivního investování má svůj depozitář, který eviduje majetek fondu a kontroluje, zda fond nakládá s majetkem v souladu se zákonem a statutem. Funkci depozitáře vykonávají banky, které mají k této činnosti licenci.

Penzijní fondy jsou specializované finanční instituce, které provádějí penzijní připojištění (tj. shromažďování finančních prostředků od účastníků penzijního připojištění a státu, nakládání s těmito prostředky a vyplácení dávek penzijního připojištění). Penzijní fondy jsou právnické osoby, které jsou zpravidla zakládány bankami. Cílem penzijních fondů je dlouhodobé zhodnocení uložených finančních prostředků. Účastník penzijního připojištění má právo na výplatu úložek, příspěvků státu a výnosů ze zhodnocení majetku penzijního fondu. V současné době patří mezi významné penzijní fondy působící v České

republice Allianz penzijní fond, a. s., AXA penzijní fond, a. s., Penzijní fond Komerční banky, a. s. či ING Penzijní fond, a. s..

4.3.5 Investiční zprostředkovatelé

Investiční zprostředkovatel je osoba, která není oprávněna poskytovat jinou hlavní investiční službu než přijímání a předávání pokynů nebo investiční poradenství týkající se investičních cenných papírů nebo cenných papírů kolektivního investování, avšak nepřijímá peněžní prostředky nebo investiční nástroje zákazníků. Pokyny k nákupu nebo prodeji předává pouze bance, obchodníkovi s cennými papíry, zahraniční osobě, která má sídlo v členském státě Evropské unie a jejíž předmět podnikání odpovídá činnosti některé z dvou předcházejících osob, organizační složce zahraniční osoby, investiční společnosti, investičnímu fondu nebo zahraniční osobě oprávněné veřejně nabízet a vydávat své cenné papíry fondu kolektivního investování v České republice. Činnost investičního zprostředkovatele může vykonávat pouze osoba, která je zaregistrována u České národní banky¹⁴. Investiční zprostředkovatelé nejsou obchodníky s cennými papíry. Svým klientům doporučují různé investiční aktivity, výběr investičních nástrojů, vytváření portfolií cenných papírů a zprostředkovávají realizaci jejich investičních rozhodnutí.

4.3.6 Centrální depozitář cenných papírů

Centrální depozitář cenných papírů je právnická osoba, která vede centrální evidenci cenných papírů v České republice, přiděluje investičním nástrojům identifikační označení podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci

¹⁴ Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

cenných papírů (ISIN)¹⁵, provozuje vypořádací systém. Centrální depozitář může též obstarávat splacení a vracení cenných papírů, vyplacení výnosů z cenných papírů, zajišťovat pro emitenty a své účastníky úschovu a správu cenných papírů, poskytovat svým účastníkům úvěry nebo půjčky aj. Účastníkem centrálního depozitáře je osoba, která podává centrálnímu depozitáři příkaz k založení nebo zrušení majetkového účtu cenných papírů, příkaz k provedení změny na majetkovém účtu cenných papírů či příkaz k provedení služby. Účastníkem centrálního depozitáře může být banka, obchodník s cennými papíry, investiční společnost, organizátor regulovaného trhu, Česká republika prostřednictvím ministerstva, Česká konsolidační agentura, Česká národní banka a zahraniční instituce. K činnosti centrálního depozitáře je třeba povolení České národní banky¹⁶.

4.4 Burza cenných papírů

Burza cenných papírů je vysoce prestižní organizovaný trh, což znamená, že její fungování je přesně vymezeno burzovními zákony, pravidly a předpisy, které musí být striktně dodržovány. Je založena na členském principu a přístup na burzu mají pouze vybrané právnické a fyzické osoby, jejichž předmětem činnosti je obchodování s cennými papíry. Uchazeči o členství musí splnit veškeré požadavky na člena ze strany burzy a platit členské poplatky. Investoři, kteří mají zájem kupovat nebo prodávat cenné papíry na burze, mohou obchodovat s cennými papíry na burze pouze nepřímo, a to prostřednictvím některého z členů burzy. Burzovní obchody se konají pravidelně v určenou dobu, na přesně vymezeném místě nebo prostřednictvím počítačové sítě bez osobního setkávání, přesně vymezeným způsobem a podle přesně stanovených pravidel.

¹⁵ International Securities Identification Number (tj. dvanáctimístní alfanumerický kód, kde první dvě pozice představují zkratku země emitenta cenného papíru a následuje devítimístné číselné označení národní identifikace cenného papíru a nakonec jednomístné kontrolní číslo).

¹⁶ Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

Fungování burzy, způsoby, techniky a pravidla obchodování na burze přesně vymezuje zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, stanovy burzy, burzovní řád a burzovní předpisy. Uvedené zákony a předpisy přesně definují rozsah činnosti burzy, burzovní orgány a jejich pravomoce, práva a povinnosti členů a emitentů, způsob obchodování, druhy obchodů, které je možné uzavírat, způsob stanovení cen, 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 záležitostí¹⁷.

4.4.1 Burza cenných papírů Praha, a. s.

Burza cenných papírů Praha (BCPP) byla založena jako akciová společnost 24. listopadu 1992, její vytvoření však bylo připravováno již od května roku 1991 prostřednictvím přípravného výboru. Tento přípravný výbor, tvořený z osmi bank, se aktivně podílel na výchově a vzdělávání svých pracovníků, schopných na požadované profesionální úrovni připravit a zabezpečit činnost burzy. První obchodní seance na BCPP se uskutečnily 6. dubna 1993 a to pouze se sedmi tituly (vládními a podnikovými dluhopisy) při objemu ve výši 2 milionů korun. Dne 1. května 2004 se burza stala řádným členem Federace evropských burz (FESE) a americká komise pro cenné papíry a burzy jí udělila statut definované zahraniční burzy a zařadila jí tak do prestižního seznamu neamerických burz bezpečných pro investory.

Činnost burzy řídí burzovní orgány. Nejvyšším orgánem burzy je valná hromada, která odvolává a volí členy burzovní komory a dozorčí rady. Kontrolním orgánem je dozorčí rada. Činnost burzy řídí burzovní komora, která

¹⁷ Veselá, J. (2005)

je statutárním orgánem, jedná jménem burzy, zřizuje burzovní výbory a volí generálního ředitele. V současné době působí na burze výbor pro členské otázky, výbor pro kotaci a výbor pro burzovní obchody. Burzovní výbor pro členské otázky kontroluje dodržování burzovních pravidel. Burzovní výbor pro kotaci projednává a schvaluje žádosti o přijetí cenných papírů k obchodování. Burzovní výbor pro burzovní obchody se zabývá dalšími činnostmi např. otázkou podmíněného obchodování na burze.

Burza cenných papírů Praha je burzou elektronickou, na níž se obchody uskutečňují prostřednictvím automatizovaného obchodního systému (AOS). Tento obchodní systém je založen na automatizovaném zpracování objednávek a instrukcí členů nákupu a prodeje cenných papírů. Jednotliví členové jsou on-line připojeni na centrální počítač burzy. Odbornou činnost spočívající v obchodování s investičními nástroji na cizí a vlastní účet na Burze cenných papírů Praha může obchodník s cennými papíry vykonávat pouze prostřednictvím makléře¹⁸.

Burza cenných papírů Praha organizuje regulovaný trh s investičními nástroji. V souladu se zákonem o podnikání kapitálového trhu se regulovaný trh dělí na oficiální trh s cennými papíry a speciální trh s investičními nástroji, které nejsou cennými papíry (tj. např. futures). V rámci své kompetence člení burzy pro větší transparentnost oficiální trh na dva segmenty – hlavní trh a oficiální volný trh. Hlavní trh je nejprestižnějším segmentem oficiálního trhu burzy, na kterém jsou umístěny nejlikvidnější cenné papíry. Je určen pro emise společností, které jsou ochotny průběžně poskytovat informace o svém hospodaření. Oficiální volný trh je určený pro ostatní společnosti, které chtějí, aby jejich cenné papíry byly obchodovatelné na burze, ale zatím nesplňují stanovené požadavky

¹⁸ Veselá, J. (2005)

prestižnějších trhů nebo nejsou ochotni plnit nadstandardní informační povinnosti či platit vyšší poplatky¹⁹.

Na burze je v současné době možné uzavírat tyto typy obchodů:

- *Automatické obchody*, které jsou ve fázi aukční a v následném kontinuálním obchodování. Tyto obchody jsou anonymní a jsou založeny na aukčním porovnání okamžité nabídky a poptávky. Obchody je možné uzavírat pouze v předem stanovených cenových pásmech. V aukční fázi dochází ke shromáždění objednávek k nákupu a prodeji investičních instrumentů k jednomu časovému okamžiku. Výsledkem tohoto obchodování je stanovení aukční ceny na principu cenové priority tak, aby byl zobchodován co největší počet cenných papírů. Na obchodování v aukčním režimu navazuje kontinuální obchodování, které umožňuje uzavírání obchodů na základě průběžně zadávaných objednávek k nákupu a prodeji investičních instrumentů. Na přijaté objednávky se uplatňuje princip cenové a následně časové priority (při shodné ceně má přednost dříve vložená objednávka).
- *SPAD obchody* (tj. obchody v rámci Systému pro podporu akcií a dluhopisů), ve kterých jsou nákupní a prodejní ceny průběžně stanovovány tvůrci trhu, kteří mají za úkol zajišťovat dostatečnou likviditu. V průběhu otevřené fáze jsou tvůrci trhu povinni zveřejňovat své kotace, na jejichž základě je stanoveno tzv. povolené rozpětí (to je vymezeno nejlepší kotací rozšířenou o 0,5% oběma směry). V průběhu uzavřené fáze nemají tvůrci trhu povinnost kotovat a obchody mohou být uzavírány v rámci povoleného rozpětí.
- *Blokové obchody*, kterými se rozumí obchody uzavřené mimo obchodní systém burzy, kde alespoň na jedné straně obchodu vystupuje člen burzy. Cena uzavřeného obchodu není nijak omezena ani vázána na kurz investičního instrumentu.

¹⁹ Burzovní trhy. [On-line]. <www.pse.cz>

Vypořádání burzovních obchodů zajišťuje dceřinná společnost UNIVYC, a. s.. Vypořádání s cennými papíry zahrnuje dvě základní operace²⁰:

- *Převod peněžních prostředků.* UNIVYC, a. s. provádí peněžní vypořádání obchodů formou debetování či kreditování účtů jednotlivých bank v Zúčtovacím centru České národní banky. Z hlediska peněžního vypořádání jsou rozlišovány dva typy účastníků: účastník – zúčtovací banka a nebankovní účastník. Účastník – zúčtovací banka má v Zúčtovacím centru České národní banky zřízen clearingový účet a jím uzavřené obchody se peněžně vypořádávají přímo prostřednictvím tohoto účtu. Účastník nebankovního typu nemá zřízen clearingový účet v Zúčtovacím centru České národní banky. Obchody uzavřené tímto účastníkem jsou vypořádávány prostřednictvím clearingového účtu vybrané banky.
- *Převod cenných papírů.* Jedná se o převedení cenných papírů od prodávajícího k nakupujícímu. UNIVYC, a. s. vypořádává obchody se zaknihovanými i listinnými cennými papíry.

4.5 Mimoburzovní trh RM-System

Mimoburzovní trh je trhem, na němž je licencovaným subjektem organizována nabídka a poptávka po investičních instrumentech, které nesplnily podmínky pro připuštění k burzovním obchodům. Burzovní pravidla a předpisy na tomto trhu neplatí, nicméně i tento typ trhu má vypracována svá, mnohem méně přísná pravidla pro obchodování a svůj tržní řád. V podmínkách českého kapitálového trhu je organizátorem mimoburzovního trhu s cennými papíry společnost RM-System, a. s..

²⁰ Vypořádací systém. [On-line]. <www.univyc.cz>

4.5.1 RM-Systém, a. s.

Akciová společnost RM-Systém působí od roku 1993 jako organizátor mimoburzovního trhu s cennými papíry. Činnost mimoburzovního trhu RM-Systém je založena na zákaznickém principu a proto není přístup na RM-Systém nijak omezen. Zákazníkem se může stát jakákoliv fyzická či právnická osoba bez ohledu na to zda je občanem České republiky či nikoliv. Působení RM-Systému je schváleno úřadem pro regulaci kapitálového trhu, tj. Českou národní bankou²¹.

RM-Systém je plně automatizovaný elektronický trh, který nemá centrální parket. Skládá se z jednoho centrálního pracoviště sídlícího v Praze, kde se sbíhají všechny informace o nákupu a prodeji cenných papírů. Dalšími složkami jsou vstupní pracoviště, která jsou zastoupena po celé České republice. Mohou to být buď obchodní místa, určená pro běžné zákazníky, nebo specializovaná vstupní pracoviště, která přijímají pokyny od zvláštních zákazníků (on-line zákazníci).

Obchodování s cennými papíry se provádí každý provozní den prostřednictvím plně elektronického systému párování nabídky a poptávky. Obchodní pokyny jsou zadávány v rámci kontinuálně probíhající (průběžné) aukce, lze však provádět i obchodní operace na základě neanonymních pokynů – tzv. přímé obchody. Obchody se soubory kusů cenných papírů o větší velikosti (zpravidla od 2% z celkové emise) probíhají jako blokové, přičemž na straně prodávajících mohou vystupovat pouze osoby, který to podle pravidel obchodování povolil ředitel RM-Systému. Kromě obchodování zajišťuje RM-Systém i vypořádání obchodů. Obchody jsou vypořádány během několika vteřin systémem dodání proti zaplacení²². Vypořádání probíhá nejprve ve Středisku cenných papírů a

²¹ RM-Systém, a.s.. [On-line]. <www.rmsystem.cz>

²² Nývltová, R. a Režňáková, M. (2007)

jen poté, pokud je převod cenných papírů úspěšně proveden, v registru korunových účtů RM-Systému.

4.6 Neorganizovaný trh OTC

Neorganizovaný trh OTC je místo, na kterém dochází k dvoustranným dohodám mezi prodávajícím a kupujícím. Podmínky obchodů na tomto trhu mohou být sjednány individuálně, nejsou standardizovány jako na organizovaných trzích. Důvodem toho je, že na tomto trhu neexistuje regulace, která pro obchodování snižuje možnosti smluvní volnosti pro vyjednávání mezi účastníky trhu. Prodávající a kupující se dohodnou na předmětu obchodu, počtu cenných papírů, ceně, způsobu a času vypořádání. Neorganizovaný OTC trh vyhovuje těm investorům, kteří chtějí obchodovat i s jinými parametry obchodování, než jsou na regulovaných trzích k dispozici. Tyto obchody v současné době realizují především licencovaní obchodníci s cennými papíry, kteří dokáží realizovat obchody podle požadavků klientů.

U zaknihovaných cenných papírů je vypořádání těchto transakcí prováděno buď přímo ve Středisku cenných papírů, nebo prostřednictvím společnosti Univyc. U listinných cenných papírů je vypořádání realizováno pouze společností Univyc. Na transakcích uskutečněných ve společnosti Univyc mají největší podíl zejména převody typu custody (transakce prováděné správcem cenných papírů na účet klienta), půjčka cenných papírů, repo operace a obchody mezi členy společnosti Univyc. Převody uskutečněné prostřednictvím přepážek Střediska cenných papírů zahrnují obchody s kótovanými cennými papíry, které byly uzavřeny mimo regulované trhy a vypořádací systémy, přičemž vypořádání těchto obchodů proběhlo přímo v systému osoby vedoucí centrální evidenci zaknihovaných cenných papírů a protistrany uvedly cenu, za kterou se obchod uskutečnil.

5 Dluhopisy

Dluhopisy jsou klasické, efektivní a často využívané investiční nástroje kapitálového trhu. Jsou to cenné papíry, s nimiž je spojeno právo jejich majitelů požadovat splácení dlužné částky, která zahrnuje jmenovitou hodnotu dluhopisu a výnosy z něj plynoucí, k určitému datu a povinnost emitentů těchto dluhopisů uvedené závazky splnit.

Dluhopisy v minulosti byly považovány za cenné papíry s jistým výnosem, malým rizikem a nízkou volatilitou. V posledních desetiletích minulého století došlo k značnému rozvoji dluhopisů, zejména z těchto důvodů²³:

- zvýšil se objem dluhopisů v důsledku deficitního financování mnoha států a obcí (měst);
- vznikly nové formy a typy dluhopisů poskytující investorům možnost širokého výběru;
- zvýšila se volatilita cen dluhopisů, což umožnilo dosahovat vysoké zisky (ale i ztráty), mnohdy srovnatelné s akciemi.

Z tohoto důvodu je dluhopisový trh významnou součástí trhů s cennými papíry a je srovnatelný s trhem akciovým.

Základní právní úprava problematiky dluhopisů je obsažena v zákoně č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, který určuje náležitosti dluhopisů, emitenty dluhopisů, emisní podmínky, formy dluhopisů, vydávání a splácení dluhopisů a zvláštní druhy dluhopisů.

Co se týče obsahové náplně termínu „dluhopis“ ve smyslu finanční terminologie je pod tímto pojmem možné rozumět jak krátkodobé dluhopisy peněžního trhu²⁴ s dobou splatnosti nejdéle jeden rok, tak i dlouhodobé dluhopisy kapitálového

²³ Duspiva, P. a Tetřevová, L. (2006)

²⁴ Jedná se zejména o státní pokladniční poukázky, depozitní certifikáty a komerční dluhové cenné papíry (směnky).

trhu se splatností delší než jeden rok. V následující části se budu blíže zabývat pouze dlouhodobými dluhopisy s nimiž se obchoduje na kapitálovém trhu.

5.1 Dlouhodobé dluhopisy

Jak již bylo výše uvedeno dlouhodobé dluhopisy mají splatnost delší než jeden rok. Jsou vydávány k získání velkého objemu finančních prostředků na delší dobu a s jistotou, že věřitel od své půjčky neodstoupí. Tyto dluhopisy jsou nazývány jako kupónové dluhopisy. Kupóny dluhopisů představují pravidelnou výplatu úroků investorovi po dobu životnosti dluhopisu. V současné době se s těmito dluhopisy v České republice obchoduje na Burze cenných papírů Praha, na mimoburzovním trhu RM-Systém a neorganizovaném trhu OTC.

5.1.1 Základní charakteristika dluhopisů

Mezi hlavní znaky charakterizující dluhopisy patří především:

- *Název* – název dluhopisu obsahuje slovo dluhopis a označení složené z emitenta, výnosu (v %) a doby splatnosti (poslední dvojčíslí letopočtu).
- *Emitent* – dluhopisy emituje vláda, státní instituce, obce, banky či podniky.
- *Jmenovitá hodnota* – hodnota uvedená na dluhopisu, která vyjadřuje výši dlužné částky (nazývána také jako nominální hodnota nebo jistina).
- *Kurz dluhopisu* – cena dluhopisu, za kterou je dluhopis obchodován na regulovaném trhu. Je vyjádřena v procentech z jmenovité hodnoty dluhopisu.
- *Kupón (kupónová platba)* – představuje pravidelnou výplatu výnosu dluhopisu.
- *Splatnost* – datum povinnosti emitenta dluhopisu splatit dlužnou částku. Dluhopis může být splacen jednorázově k určitému datu nebo ve splátkách, jejichž výše je stanovena v emisních podmínkách. Dluhopis může být splacen i před dnem jeho splatnosti, tato možnost splácení dluhopisu musí být též uvedena v emisních podmínkách.

- *Výnos dluhopisu* – způsob a termíny výplaty výnosu dluhopisu jsou obsaženy v emisních podmínkách. Výnos dluhopisu může být stanoven těmito způsoby:
 - a) pevnou úrokovou sazbou,
 - b) rozdílem mezi jmenovitou hodnotou dluhopisu a jeho nižším emisním kurzem,
 - c) slosovateľnou prémie nebo prémie v závislosti na lhůtě splatnosti,
 - d) pohyblivou úrokovou sazbou odvozenou například z jiných úrokových sazeb či výnosů, pohybu devizových kurzů, indexů či cen komodit²⁵.
- *Zralost dluhopisu* – představuje ukončení životnosti dluhopisu a tedy splacení dlužné částky a všech výnosů dluhopisu.
- *Umořovací fond* – slouží k zajištění emitentovy schopnosti splatit dluhopis v den jeho splatnosti. Je tvořen pravidelnými odvody podle určitého a předem stanoveného plánu.

5.1.2 Jednotlivé formy dluhopisů

Podle emitenta lze dluhopisy rozdělit na:

- *Dluhopisy veřejného sektoru* – jsou dluhopisy emitované vládou, státními institucemi, obcemi, městy či orgány veřejné správy. Získané finanční prostředky z emise dluhopisů slouží k financování deficitů státních rozpočtů, k financování investic a speciálních úvěrových programů.
- *Bankovní dluhopisy* – jsou dluhopisy vydávané bankami s cílem opatřit si dlouhodobé a stabilizované zdroje k financování úvěrů.
- *Podnikové dluhopisy (korporací)* – jsou dluhopisy vydávané obchodními společnostmi a financují jimi investiční případně i další potřeby.

²⁵ Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech

5.1.3 Rozdělení dluhopisů podle druhu kupónové sazby

Kupónová sazba představuje úrokovou sazbu z jmenovité hodnoty dluhopisu, která slouží pro stanovení kupónového výnosu z dluhopisu. Podle druhu kupónové sazby lze dluhopisy rozdělit na:

- *Dluhopisy s pevným výnosem* – držitelé těchto dluhopisů inkasují pravidelný pevný kupón po předem stanovenou dobu a v době splatnosti dluhopisu nominální hodnotu.
- *Dluhopisy s pohyblivým výnosem* – kupónový výnos dluhopisu není v tomto případě pevně stanoven, ale je vázán na pohyb jiných úrokových sazeb (např. PRIBOR²⁶), či výnosů, pohybu devizových kurzů, indexů nebo cen komodit.
- *Dluhopisy s nulovým kupónem* – tyto dluhopisy nevyplácí majitelům žádný kupón v průběhu životnosti, ale prodávají se za cenu nižší než je nominální hodnota. Rozdíl mezi těmito dvěma cenami je výnosem investora.

Výše kupónu je jedním z nejdůležitějších činitelů v obchodování s dluhopisy, neboť spolurozhoduje o ceně dluhopisu, a tím i o obchodovatelnosti celé emise. Většina emitentů dluhopisů stanovují výši kupónu na základě tzv. benchmarku, kdy je odhadnuta výše kupónu dle podobných dluhopisů již umístěných na trhu.

5.1.4 Zvláštní druhy dluhopisů

Zvláštní druhy dluhopisů jsou v České republice určeny zákonem č. 190/2004 Sb., o dluhopisech. Každý zvláštní druh dluhopisu je tak v zákoně o dluhopisech definován a jsou zde vymezeny podmínky, za nichž dluhopis vzniká a existuje.

²⁶ PRIBOR (Prague Interbank Offered Rate) – průměrná pražská sazba mezibankovních úvěrů

Mezi zvláštní druhy dluhopisů podle zákona patří následující dluhopisy:

- *Státní dluhopisy* – jsou dluhopisy vydávané Českou republikou na základě zvláštního zákona o státním dluhopisovém programu nebo zvláštního zákona, který pověřuje Ministerstvo financí vydat státní dluhopisy nebo mu vydání státních dluhopisů umožňuje (např. o vydání povodňových dluhopisů v roce 1997). Státní dluhopisy jsou v tuzemsku prodávány prostřednictvím České národní banky. V zahraničí se státní dluhopisy vydávají prostřednictvím obchodníka s cennými papíry oprávněného k této činnosti v daném státu, s nímž ministerstvo uzavře smlouvu o obstarání vydání státních dluhopisů. Činnost spojenou se správou a splácením státního dluhu z titulu státních dluhopisů zajišťuje ministerstvo nebo jím pověřená osoba. Státní dluhopisy s dobou splatnosti do jednoho roku jsou státní pokladniční poukázky. Dlužná částka a úroky jsou vypláceny ze státního rozpočtu.
- *Komunální dluhopisy* – jsou dluhopisy vydávané územním samosprávným celkem. K vydání komunálních dluhopisů je potřeba předchozí souhlas ministerstva. Za jejich splácení ručí emitent svým majetkem. Dlužná částka a úroky jsou spláceny z rozpočtů územních samosprávných celků.
- *Hypoteční zástavní listy* – jsou dluhopisy, jejichž jmenovitá hodnota a poměrný výnos (tj. závazky z hypotečních zástavních listů) jsou v plné výši kryty pohledávkami z hypotečních úvěrů. Hypoteční zástavní listy jsou oprávněné vydávat pouze banky. Prodejem hypotečních zástavních listů banka získává finanční prostředky pro hypoteční úvěry. Hypoteční úvěr je úvěr, jehož splacení včetně příslušenství je zajištěno zástavním právem k nemovitosti, i rozestavěné, když pohledávka z úvěru nepřevyšuje dvojnásobek zástavní hodnoty zastavené nemovitosti. Úvěr se považuje za hypoteční úvěr dnem vzniku právních účinků zástavního práva²⁷.
- *Vyměnitelné dluhopisy* - jsou dluhopisy, s nimiž je spojeno právo na jejich výměnu za jiné dluhopisy anebo právo na jejich výměnu za akcie.

²⁷ Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech

- *Prioritní dluhopisy* - jsou dluhopisy, s nimiž je spojeno právo majitele na splácení dluhopisu a vyplácení výnosu, jakož i právo na přednostní upisování akcií vydaných emitentem dluhopisů.
- *Podřízené dluhopisy* – jsou dluhopisy, u kterých v případě vstupu emitenta do likvidace nebo vydání rozhodnutí o úpadku emitenta se pohledávky s nimi spojené uspokojí až po uspokojení všech ostatních pohledávek.
- *Sběrný dluhopis* - je listinný dluhopis, který představuje souhrn jednotlivých dluhopisů dané emise, které jsou v rámci emisní lhůty upsány v upisovací listině. Každý sběrný dluhopis je samostatnou emisí. Počet upsaných dluhopisů každého vlastníka představuje jeho podíl na sběrném dluhopisu. Vlastník podílu na sběrném dluhopisu má veškerá práva, která jsou spojena s vlastnictvím dluhopisu²⁸.

Jednotlivé druhy dluhopisů mají různě vysoké výnosy v závislosti na riziku. Obecně mezi nimi platí, že čím vyšší je výnos, tím větší je riziko ztráty a naopak, čím menší je riziko ztráty, tím menší je výnos. Je tomu tak, že nejistota o investovaných finančních prostředcích musí být vyvážena vyšší odměnou. Za téměř bezrizikové dluhopisy jsou považovány státní pokladniční poukázky, neboť neexistuje riziko nesplacení ze strany státu, mají nízké cenové riziko a volatilitu v důsledku krátké doby splatnosti. Mezi dluhopisy s menším rizikem lze zařadit státní dluhopisy, hypoteční zástavní listy a komunální dluhopisy. Bankovní dluhopisy a korporativní dluhopisy patří mezi dluhopisy s vyšším rizikem. Nejvíce rizikovými druhy dluhopisů jsou podřízené dluhopisy, neboť v případě vstupu emitenta do likvidace či konkurzu se závazky s těmito dluhopisy uspokojují až poté, co emitent splní své ostatní závazky.

²⁸ Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech

5.1.5 Inovace dluhopisů

V rámci dluhových cenných papírů se na světových kapitálových trzích začala v průběhu 20. let 19. století vyskytovat celá řada různých druhů dluhopisů, které vykazují mnoho rozličných, i když mnohdy vzájemně souvisejících vlastností.

Za takové finanční inovace na trzích dluhopisů lze spatřovat např. *dluhopisy s proměnlivým zúročením*. Tento typ dluhopisů byl emitován poprvé v 70. letech na trhu euroobligací²⁹, později i na národních kapitálových trzích. Podstata dluhopisů s proměnlivým zúročením (floating rate notes – FRN) spočívá v periodickém přizpůsobování úrokové míry z dluhopisů aktuální tržní situaci, vývoji ostatních úrokových sazeb v ekonomice respektive ve světě. Úroková míra se přizpůsobuje podle určité referenční úrokové míry, kterou obvykle bývá sazba na mezibankovní depozita. Na kapitálových trzích se lze setkat s mnoha variantami dluhopisů s proměnlivým zúročením, jako například³⁰:

- *FRN s maximální úrokovou mírou* – stanovena horní hranice úrokové míry, která už nebude překročena,
- *FRN s minimální úrokovou mírou* – stanovena dolní hranice úrokové míry, která nesmí být překročena,
- *FRN s minimální a maximální úrokovou mírou*,
- *FRN s automatickou přeměnou na pevně zúročitelné dluhopisy* – v případě poklesu úrokové míry pod určitou hranici se dluhopisy stávají pevně zúročitelné,
- *FRN s možností přeměny na dluhopis s kratší dobou splatnosti* – vlastník má právo na výměnu za jiný dluhopis.

Dalšími finančními inovacemi na trzích dluhopisů jsou *duální měnové dluhopisy*. Tyto dluhopisy jsou denominovány a prodávány v jedné měně, ve které jsou rovněž vypláceny i kupóny, avšak splácení jmenovité hodnoty je provedeno

²⁹ Euroobligace (*eurobonds*) – dlouhodobé dlužné cenné papíry umístěné na evropském trhu, denominované v jiné měně, než je měna země nebo zemí, kde je většina nebo kde jsou všechny tyto cenné papíry prodávány.

³⁰ Víšková, R. (2004)

v měně jiné, v předem stanoveném pevném kurzu vůči měně první. Tento typ dluhopisů tak umožňuje spekulaci na odlišný vývoj měn a úrokových sazeb.

Diskontované (bezkupónové) obligace jsou dluhopisy, které se prodávají s tzv. diskontem, nebo-li za cenu nižší než je jmenovitá hodnota. Tento rozdíl mezi jmenovitou hodnotou a cenou nahrazuje kupónové platby, přičemž s přibližující se dobou splatnosti se postupně snižují.

Svlečené (odstříhnuté) obligace jsou dluhopisy, které vznikají rozdělením kupónových dluhopisů na dvě části, a to na část kupónovou a část představující jmenovitou hodnotu. Tyto dílčí části jsou pak prodávány odděleně.

Indexované dluhopisy jsou dluhopisy, které mohou investoři využít v případech, pokud se chtějí zajistit proti inflaci. Nominální hodnota a kupónové platby jsou zajištěny vázáním na vývoj určitého indexu nebo cenové hladiny (např. indexu mezd, ceny zlata či ropy).

Opční dluhopisy jsou dluhopisy k nimž se pojí právo emitenta na předčasné splácení. Call opce umožňuje emitentovi splatit dluhopisy ještě před termínem splatnosti za předem stanovenou odkupní cenu, která se obvykle rovná součtu nominální hodnoty dluhopisu a opčnímu poplatku. Emitent obvykle využívá právo odkupu v případě, kdy úrokové sazby klesnou na úroveň, při níž náklady spojené s novou emisí a opční poplatek nejsou vyšší než úspory z úrokových nákladů³¹.

Konvertibilní (vyměnitelné) dluhopisy jsou dluhopisy, které svým držitelům poskytují právo jejich výměny za kmenové akcie emitenta, a to při splnění předem stanovených podmínek (ve stanovené konverzní době a za předem

³¹ Steigauf, S. (1999)

určenou cenu). Tyto dluhopisy mohou být též vyměněny za jiné, předem stanovené dluhopisy. Jedná se o méně úročené dluhopisy.

Prašivé obligace jsou dluhopisy, které vydávají společnosti s nízkou hodnotou ratingu, kterou obdržely např. vzhledem k zhoršení jejich finanční situace, vzhledem k jejich vyšší zadluženosti, nebo se může jednat o nově vznikající respektive mladé společnosti, o nichž není známo mnoho informací, jejichž budoucí se stěží posuzuje. Jedná se o vysoce rizikové dluhopisy. Prašivé dluhopisy lze vydat např. jako³²:

- *dluhopisy s odloženými úrokovými platbami* – zpočátku nejsou vypláceny žádné úroky,
- *dluhopisy s rostoucí úrokovou mírou* – postupné navyšování úrokové míry,
- *dluhopis s volbou formy placení úroků* – buď v hotovosti nebo ve formě dalšího dluhopisu či jiné formě,
- *dluhopis s možností změny úrokové míry* – možnost pro emitenta stanovit úrokovou míru tak, aby ovlivnil podle potřeby cenu dluhopisu.

5.1.6 Emise dluhopisů

Emisní podmínky

Před uskutečněním emisí dluhopisů musí být vypracovány, schváleny a zveřejněny emisní podmínky. Emisní podmínky dluhopisu vymezují práva a povinnosti emitenta a majitele dluhopisu. Dále obvykle emisní podmínky obsahují podrobnější informace o emisi dluhopisů. Emisní podmínky musí obsahovat zejména tyto náležitosti³³:

- údaje o náležitostech dluhopisu,
- údaje o podobě dluhopisu,
- lhůtu pro upisování emise dluhopisu (emisní lhůta),

³² Víšková, R. (2004)

³³ Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech

- emisní kurz, případně způsob jeho stanovení, a pro případ, že emisní kurz bude určován kurzem dosaženým v aukci, způsob aukce,
- předpokládanou celkovou jmenovitou hodnotu emise dluhopisu,
- způsob a místo upisování dluhopisu a způsob a místo splácení emisního kurzu upsaného dluhopisu,
- způsob případného výpočtu výnosu dluhopisu,
- údaje o zdaňování výnosu dluhopisu,
- údaje o osobách, které se podílejí na zabezpečení vydání dluhopisu, splacení dluhopisu a na vyplácení výnosu z dluhopisu, s uvedením způsobu jejich účasti na těchto činnostech,
- informace o promlčení práv z dluhopisu,
- způsob oznamování svolání schůze vlastníků dluhopisů, jakož i vlastníků podílů na sběrném dluhopisu,
- údaje účetní závěrky emitenta za poslední dva roky s výrokem auditora,
- informaci o tom, kým, kdy a s jakým výsledkem bylo provedeno ohodnocení finanční způsobilosti emitenta (rating), nebo informaci, že ohodnocení nebylo provedeno,
- označení regulovaného trhu nebo volného trhu, na kterém emitent hodlá požádat o přijetí dluhopisů k obchodování, nebo informaci, že nehodlá o takové přijetí požádat.

Emisní podmínky schvaluje a posuzuje Česká národní banka. Jakmile rozhodnutí České národní banky o schválení emisních podmínek nabude právní moci, musí emitent nejpozději do 6 měsíců zahájit upisování dluhopisů. Emisní podmínky je povinné uveřejnit nejpozději k datu emise, ve formě inzerátu v celosvětovém deníku nebo ve formě brožury, zdarma poskytované v sídle emitenta. Vybraný způsob a místo uveřejnění emisních podmínek jsou poté zveřejněny v Obchodním věstníku. Nejsou-li dluhopisy nabízeny veřejně, nemusí emitent dodržet tento postup zveřejňování emisních podmínek. Musí ovšem emisní podmínky bezplatně předat prvnímu nabyvateli dluhopisů a dále

je povinen zveřejnit v Obchodním věstníku informace o místě, kde je možné se s emisními podmínkami seznámit.

Rating emitenta dluhopisů

V rámci přípravy emise je nezbytné také zpracovat ratingové hodnocení emitenta dluhopisu. Jedná se o hodnocení dluhopisů z hlediska úvěrové spolehlivosti emitenta, pomocí známé stupnice známek. Rating vyjadřuje schopnost emitenta splatit dluhopis včas a v plné výši. Ratingové hodnocení dluhopisů zpracovávají ratingové agentury. Mezi nejvýznamnější agentury v současné době patří Standard & Poor's a Moody's, v České republice působí CRA Rating Agency. Tyto agentury velmi pečlivě zkoumají spíše finanční zdraví emitentů dluhopisů než přitažlivost jejich dluhopisů pro trh. Pozornost věnují finančním ukazatelům podniku, zpravidla jde o ukazatele likvidity, zadluženosti a rentability, ale také berou v úvahu konkurenční postavení společnosti, úroveň marketingu a managementu firmy, jeho zkušenosti a postavení vůči riziku. Jejich hlavním cílem je tedy upozornit investora na rizika konkrétní emise dluhopisů. Rating emitentů dluhopisu není povinný, obvykle je však nepostradatelný, neboť bez něho nemusí investoři o emisi projevit dostatečný zájem.

Ratingové agentury zařazují emitované dluhopisy do určitého ratingového stupně (známka ve formě písmen, případně číslic). Ratingové stupně se dělí na dvě základní skupiny³⁴:

- *investiční stupně* – do této skupiny jsou zařazeni emitenti s vysokou nebo dobrou schopností plnit své závazky. Riziko investování do takto hodnocených dluhopisů je malé. Podle stupnice Standard & Poor's jsou to stupně AAA, AA, A a BBB, podle Moody's Aaa, Aa, A, Baa.
- *spekulativní stupně* – do této skupiny jsou zařazeni emitenti jejichž budoucí plnění závazků je nejisté nebo je malá pravděpodobnost úplného splácení

³⁴ Duspiva, P. a Tetřevová, L. (2006)

dluhopisu. Tyto dluhopisy jsou proto značně rizikové. Ve stupnici Standard & Poor's jsou to stupně BB, B, CCC, CC, C a D, u stupnice Moody's Ba, B, Caa, Ca, C.

6 Vývoj českého dluhopisového trhu

Následující kapitola je věnována vývoji obchodování s dluhopisy na českém kapitálovém trhu v sledovaném období let 2003 až 2005. Nejprve se zde budu zabývat novodobou historií českého dluhopisového trhu a poté budu analyzovat vývoj obchodování s dluhopisy v rámci regulovaných trhů (tj. Burzy cenných papírů Praha a společnosti RM-Systém, a. s.) a mimo regulované trhy (tj. neorganizovaného OTC trhu), jejichž vypořádání je prováděno prostřednictvím Střediska cenných papírů a společnosti Univyc, a. s.. Součástí této kapitoly bude i komparace těchto trhů.

Data k provedení analýzy regulovaných trhů a mimo regulovaných trhů jsou použita ze statistických ročenek 2005 až 2007 Burzy cenných papírů Praha, zprávy o situaci na českém kapitálovém trhu 2005, zprávě o vývoji finančního trhu 2006 a zpráv o výkonu dohledu nad finančním trhem 2006 až 2007 zveřejňovaných na webových stránkách České národní banky. Na základě těchto dat je tato analýza provedena z těchto hledisek:

- objemu obchodů s akciemi a dluhopisy na BCPP a RM-Systém,
- objemu obchodů s dluhopisy na jednotlivých tržních segmentech BCPP,
- vývoje počtu emisí dluhopisů na jednotlivých tržních segmentech BCPP,
- nejobchodovanějších emisí dluhopisů na BCPP,
- kupónové sazby a doby splatnosti,
- struktury investorů,
- objemu transakcí s jednotlivými cennými papíry ve Středisku cenných papírů a společnosti Univyc.

6.1 Novodobá historie

Český, potažmo československý dluhopisový trh fungoval již před samotným vznikem Československa za dob Rakouska-Uherska. Na území dnešní České republiky se objevily první listinná platidla, které lze považovat za předchůdce

dnešních dluhopisů, a měly formu státní půjčky s úrokem 6%. Později, v devatenáctém století, se dluhopisy staly nedílnou součástí ekonomického života.

Novodobá historie trhu dluhopisů na území České republiky začíná se změnou politického systému na přelomu 80. a 90. let minulého století. Tato změna umožnila přechod z centrálně plánované ekonomiky na tržní ekonomiku a vznik tržních institucí a instrumentů. Politický vývoj hrál zejména na počátku ekonomické transformace velmi významnou roli. Nastavil směr ekonomické transformace a přinesl rozdělení bývalého Československa na Českou a Slovenskou republiku (v roce 1993). Rok 1993 je tedy dále považován jako mezník, od kterého je sledován novodobý vývoj domácího trhu dluhopisů. V tomto roce byly vydány první domácí dluhopisy a začala plně fungovat Burza cenných papírů Praha. Mimo burzy začala na počátku 90. let fungovat rovněž konkurenční platforma pro obchodování cenných papírů – společnost RM-System³⁵.

Obchodování na Burze cenných papírů Praha bylo zahájeno se sedmi tituly cenných papírů (vládními a podnikovými dluhopisy) při objemu obchodu ve výši dvou milionů korun. Mezi vůbec první dluhopisy obchodované na Burze cenných papírů Praha patřily podnikový dluhopis energetické společnosti ČEZ a v rámci bankovních dluhopisů dluhopis Komerční banky a Živnostenské banky. První emisí dluhopisů vydanou v zahraničí se stala v roce 1994 emise průmyslových dluhopisů společnosti ČEZ v objemu 150 mil. dolarů. Investoři pocházeli nejen z Evropy, ale i z Asie či Ameriky.

Obrovskou roli ve vývoji českého kapitálového trhu sehrála kupónová privatizace. První a druhá vlna kupónové privatizace, která se odehrála v letech 1993 až 1995, přivedly na trh přibližně 1500 obchodovatelných akciových titulů.

³⁵ Dvořáková, A. (2003)

V důsledku toho byl tak trh dluhopisů v prvních letech transformace postaven do stínu akciového trhu.

Z počátku vývoje nebyl český dluhopisový trh nijak mimořádně objemný a členitý. Nicméně během několika let po svém vzniku se postupně zvyšoval jak objem uskutečněných obchodů, tak i počet jednotlivých segmentů tohoto trhu. Stabilními segmenty dluhopisového trhu se staly zejména dluhopisy státní, komunální a v neposlední řadě bankovní i podnikové. Dluhopisový trh se tak postupně stával poměrně stabilním a fungujícím trhem.

6.2 Obchodování s dluhopisy na regulovaných trzích

Jak bylo zmíněno v páté kapitole obchody s dlouhodobými dluhopisy se uskutečňují na regulovaném trhu. V současné době se s těmito dluhopisy obchoduje jak na Burze cenných papírů Praha, tak i na mimoburzovním trhu RM-Systém.

6.2.1 Objemy obchodů s cennými papíry na BCCP a RM-Systém

Následující tabulka podává přehled o objemech obchodů s cennými papíry (akciemi, podílovými listy a dluhopisy) uzavřených na regulovaných trzích v letech 2003 až 2007.

Stav ke konci období (v mld.Kč)		2003	2004	2005	2006	2007
Akcie a podílové listy	BCPP	257,44	479,66	1041,17	848,9	1013,0
	RM-S	3,32	4,58	5,50	3,73	7,67
Dluhopisy	BCPP	1110,10	692,48	533,24	598,92	508,9
	RM-S	3,05	0,30	1,08	0,20	0,02
Celkem		1376,91	1177,02	1580,99	1451,78	1529,6

Zdroj: BCCP, ČNB

Jak je z tabulky vidět, v roce 2007 celkové objemy obchodů s jednotlivými druhy cenných papírů na regulovaných trzích v České republice vrostly oproti roku 2006 o 77,8 mld. Kč, a to z 1451,78 mld. Kč na 1529,6 mld. Kč (tj. růst o 5,4%). Tento růst v objemech obchodování byl způsoben především zvýšením objemu obchodů s akciemi a podílovými listy na Burze cenných papírů Praha, a to z 848,9 mld. Kč na 1013,0 mld. Kč (tj. růst o 19,3%). Naopak celkový objem obchodů s dluhopisy na Burze cenných papírů Praha klesl oproti roku 2006 o 15%, a to z 598,92 mld. Kč na 508,9 mld. Kč. Roční objemy obchodů s dluhopisy zaznamenávají tak již od roku 2002 sestupný trend. Výjimkou je pouze rok 2006, kdy objemy obchodů zaznamenaly růst o 12%.

Podíl mimoburzovního trhu RM-Systém na celkovém objemu obchodů s cennými papíry uskutečněných na regulovaných trzích se nepatrně zvýšil. V roce 2007 tento podíl představoval přibližně 0,5% oproti 0,3% v roce 2006. V roce 2007 došlo na trhu RM-Systém k výraznému zvýšení objemu obchodů s akciemi a podílovými listy, a to z 3,73 mld. Kč na 7,67 mld. Kč (tj. růst o 105%). Objem uskutečněných obchodů s dluhopisy na trhu RM-Systém se snížil, a to z 0,2 mld. Kč na 0,02 mld. Kč (tj. pokles o 90%).

Na Burze cenných papírů Praha je realizováno mnohem více objemů obchodů s cennými papíry, než na mimoburzovním trhu RM-Systém, zvláště proto, že obchodníci s cennými papíry, kteří plní funkci tvůrců trhu v systému SPAD, trvale zajišťují nabídku a poptávku po cenných papírech a investoři mají tak jistotu, že na burzovním trhu cenný papír obchodovaný v systému SPAD koupí či prodají prakticky kdykoliv. Obchody s cennými papíry na Burze cenných papírů Praha pak uzavírají zejména institucionální investoři (komerční banky, pojišťovny, investiční společnosti, podílové fondy, spořitelny, penzijní fondy aj.), zatímco na mimoburzovním trhu RM-Systém obchodují spíše drobní investoři, fyzické osoby.

6.2.2 Objemy obchodů s dluhopisy na jednotlivých tržních segmentech BCPP

Burza cenných papírů Praha organizuje obchodování s cennými papíry na hlavním, vedlejším a volném trhu.

Objemy obchodů s dluhopisy (stav ke konci období, v mld.Kč)	2003	2004	2005	2006	2007
Hlavní trh	1027,16	610,59	484,20	543,80	445,6
Vedlejší trh	53,15	43,70	14,83	11,81	x ³⁶
Volný trh	29,79	38,19	34,21	43,31	63,25
Celkem	1110,10	692,48	533,24	598,92	508,85

Zdroj: BCPP

Z výše uvedené tabulky plyne, že na hlavním trhu Burzy cenných papírů Praha je uzavírána drtivá většina veškerých objemů obchodů s dluhopisy. Jedná se zhruba o 90% z celkového objemu obchodů s dluhopisy. Zbývající část obchodů je uzavírána na vedlejším nebo volném trhu Burzy cenných papírů Praha.

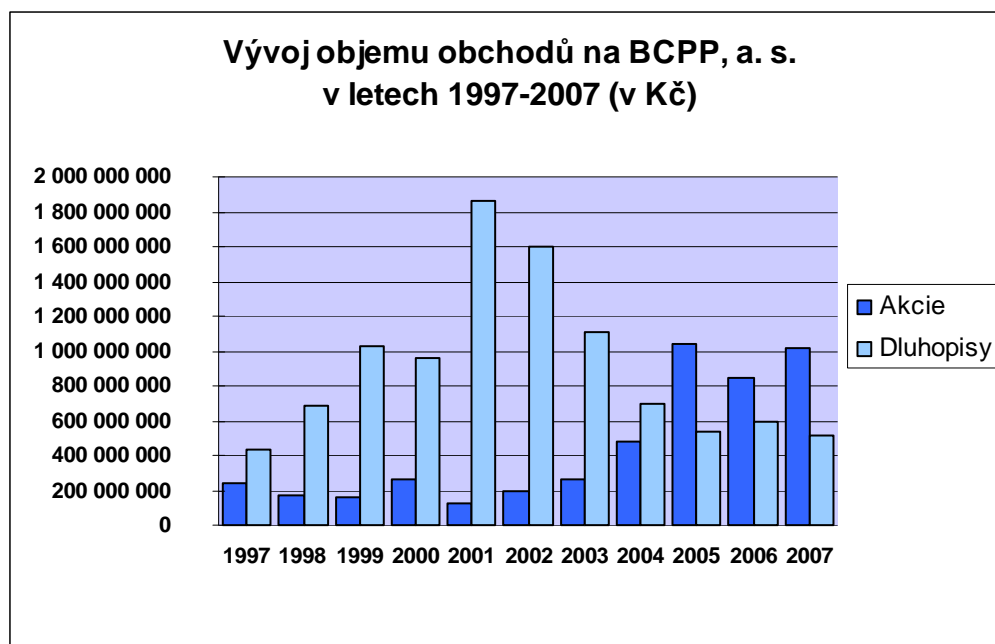
V uvedené tabulce je možné snadno pozorovat rovněž poměrně razantní pokles objemu obchodů s dluhopisy, ke kterému došlo na přelomu roku 2003 a 2004. K poklesu objemu obchodů s dluhopisy došlo i v následujícím roce 2005. V roce 2005 měli investoři větší zájem o akcie, došlo tak k výraznému nárůstu objemu obchodů s akciemi doprovázeným rostoucími kurzy, a Burza cenných papírů Praha se tak v tomto roce stala spíše burzou akciovou. Objemy obchodů s akciemi v roce 2005 převyšovaly objemy obchodů s dluhopisy zhruba o 32%. V roce 2006 však došlo ke zvýšení objemů obchodů s dluhopisy o 12,23%, a to

³⁶ x.....neaplikovatelené. K 1. 1. 2007 došlo ke sloučení hlavního a vedlejšího trhu burzy.

z 533,24 mld. Kč na 598,92 mld. Kč. Naopak v roce 2007 objemy obchodů s dluhopisy znovu poklesly o 90 mld. Kč na hodnotu 508,85 mld. Kč.

Z následujícího grafu č. 1 lze vysledovat přelévání zájmu a poptávky investorů mezi trhem akcií a trhem dluhopisů na základě porovnání vývojových tendencí v objemech obchodů v rámci posledních 10 let.

Graf č. 1



Zdroj: BCPP

6.2.3 Vývoj počtu emisí dluhopisů na jednotlivých tržních segmentech BCPP

Počet emisí dluhopisů (stav ke konci období)	2003	2004	2005	2006	2007
Hlavní trh	27	24	27	28	41
Vedlejší trh	20	20	15	15	x ³⁷
Volný trh	34	35	54	67	91
Celkem	81	79	96	110	132

Zdroj: BCPP

Z výše uvedené tabulky je zřejmé, že nejvíce dluhopisových emisí ve sledovaném období bylo uskutečněno na volném trhu Burzy cenných papírů Praha. Nejméně dluhopisových emisí bylo uskutečněno na vedlejším trhu burzy. V současné době se na volném trhu Burzy cenných papírů Praha obchodují zejména hypoteční zástavní listy. Státní, podnikové či bankovní dluhopisy jsou obchodovány na hlavním trhu burzy.

Přehled objemů obchodů s dluhopisy, zobchodovaných kusů cenných papírů a počet uskutečněných obchodů v roce 2007 na jednotlivých tržních segmentech Burzy cenných papírů Praha ilustruje následující tabulka.

	Objem obchodů s dluhopisy (v mld. Kč)	Zobchodované CP (ks)	Počet obchodů
Hlavní trh	441,215	42 904 046	6 234
Vedlejší trh	4,392	180 974	217
Volný trh	63,252	4 326 356	882
Celkem	508,858	47 411 376	7 333

Zdroj: BCPP - Statistická ročenka 2007

³⁷ x.....neaplikovatelné. K 1. 1. 2007 došlo ke sloučení hlavního a vedlejšího trhu burzy.

Následující tabulka podává přehled nejobchodovanějších dluhopisových emisí na Burze cenných papírů Praha pro rok 2007.

Název	Objem (v mil. Kč)	Podíl (v %)	Kumul. ³⁸ (v %)
ST. DLUHOP. 3,75/20	48 377,820	9,51	9,51
ST. DLUHOP. 3,25/09	43 760,690	8,60	18,11
ST. DLUHOP. 3,80/15	39 528,650	7,77	25,88
ST. DLUHOP. 4,60/18	37 368,670	7,34	33,22
ST. DLUHOP. 3,55/12	36 201,480	7,11	40,33
ST. DLUHOP. 4,00/17	34 670,830	6,81	47,15
ST. DLUHOP. 2,55/10	31 467,320	6,18	53,33
ST. DLUHOP. 6,95/16	29 655,220	5,83	59,16
ST. DLUHOP. 4,70/22	25 747,890	5,06	64,22
ST. DLUHOP. 2,90/08	19 676,420	3,87	68,08
ST. DLUHOP. 3,70/13	19 285,810	3,79	71,87
ST. DLUHOP. 2,30/08	17 055,860	3,35	75,23
ST. DLUHOP. 6,55/11	13 419,090	2,64	77,86
ST. DLUHOP. 4,20/36	12 164,820	2,39	80,25
ST. DLUHOP. 3,80/09	10 208,550	2,01	82,26
ST. DLUHOP. 6,40/10	9 083,580	1,79	84,05
HZL HVB 6,0/09	5 201,350	1,02	85,07
ST. DLUHOP. 6,30/07	4 787,940	0,94	86,01
HZL HB VAR/37	3 047,660	0,60	86,61
HZL ČS 5,20/08	2 919,540	0,57	87,18
HZL HB 4,55/11	2 716,350	0,53	87,72
HZL RBCZ 5,10/17	2 611,590	0,51	88,23
ČS VAR/16	2 552,830	0,50	88,73
HZL KB VAR/15	2 410,250	0,47	89,20
HZL KB 5,50/09	2 398,460	0,47	89,68

Zdroj: BCPP – Statistická ročenka 2007

Jak je z tabulky vidět, prvních pět emisí tvoří téměř polovinu všech uskutečněných obchodů s dluhopisy a naznačují tak dominanci státních dluhopisů na domácím trhu. Mezi prvními pětadvaceti nejobchodovanějšími emisemi je 17 státních dluhopisů, 7 hypotečních zástavních listů a 1 bankovní dluhopis. Tyto údaje svědčí o tom, že v současné době mezi nejlikvidnější dluhopisy na trhu dluhopisů v České republice patří státní dluhopisy.

³⁸ Podíl a kumulativní podíl se vztahují k celkovému objemu obchodů dluhopisů.

6.2.4 Objemy obchodů s dluhopisy v členění podle druhu dluhopisu na BCPP

Druhy dluhopisů (stav ke konci období, v mld. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007
státní dluhopisy	967,092	588,456	477,300	538,732	433,280
komunální dluhopisy	5,651	1,548	0,293	0,081	0,748
podnikové dluhopisy	62,019	44,815	13,430	12,649	8,118
bankovní dluhopisy	59,403	35,590	12,488	11,371	9,931
hypoteční zástavní listy	15,939	22,072	29,730	36,088	56,781
Celkem	1110,10	692,48	533,24	598,92	508,85

Zdroj: BCPP – Statistická ročenka 2007

Jak můžeme vidět z výše uvedené tabulky, mezi nejvíce obchodované dluhopisy na burzovním trhu patří státní dluhopisy vydávané Českou republikou prostřednictvím Ministerstva financí. Dluhopisy vydává ministerstvo financí zpravidla kvůli pokrytí a splácení státního dluhu. Ten tvoří dluhy vlády a vzniká především hromaděním schodků státního rozpočtu. Státní dluh je dále financován pokladničními poukázkami, přímými půjčkami nebo například půjčkami od Evropské investiční banky. Ke konci roku 2007 se na Burze cenných papírů Praha obchodovalo celkem s 17 státními emisemi, při celkovém objemu 433,28 mld. Kč. Jejich podíl na celkovém objemu obchodů s dluhopisy v roce 2007 činil 85 %.

Druhý největší segment dluhopisového trhu tvoří hypoteční zástavní listy, které vydávají vybrané banky na základě zvláštního právního předpisu k získání finančních prostředků pro hypoteční úvěry. Mezi hlavní emitenty hypotečních zástavních listů patří Hypoteční banka, a. s., Česká spořitelna, a. s. a Raiffeisenbank, a. s.. Podíl tohoto segmentu na celkovém objemu obchodů s dluhopisy v roce 2007 činil 11%.

Dalším segmentem dluhopisového trhu jsou bankovní dluhopisy, které banky vydávají s cílem opatřit si dlouhodobé a stabilizované zdroje k financování úvěrů. V rámci tohoto segmentu můžeme ve sledovaném období z výše uvedené tabulky zaznamenat pravidelný výrazný pokles v objemu obchodování. Podíl uskutečněných obchodů s bankovními dluhopisy na celkovém objemu obchodů činil v roce 2007 přibližně 2%.

Co se týče podnikových dluhopisů, jejich podíl na celkovém objemu obchodů s dluhopisy v roce 2007 činil 1,5%. V roce 2007 emitovaly podnikové dluhopisy zejména velké domácí společnosti jako UniCredit Leasing CZ, a. s., Unipetrol, a. s., Home Credit, a. s. a další. Vedoucí podíl na trhu podnikových dluhopisů si stále udržují ČEZ, a. s., Škoda Auto, a. s. a Telefónica O2 Czech Republic, a. s.. I v rámci tohoto segmentu docházelo ve sledovaném období k pravidelnému poklesu v objemu obchodování a rovněž i k poklesu počtu emitentů, neboť podnikový sektor stále upřednostňuje financování prostřednictvím bankovních úvěrů. Důvodem je za současné situace nízkých úrokových sazeb jednoduchý přístup k relativně levným bankovním úvěrům. Společnosti rovněž nevyužívají kapitálový trh k získání prostředků pro další rozvoj zřejmě i kvůli nedostatku zkušeností s tímto zdrojem financování. S bankovními úvěry mají mnoholeté zkušenosti a vzhledem k relativní dostupnosti těchto úvěrů nemají společnosti příliš důvod hledat další zdroje.

Posledním segmentem dluhopisového trhu jsou komunální dluhopisy vydávané územními samosprávnými celky. Trh komunálních dluhopisů není v České republice stále příliš rozvinut. V roce 2007 bylo na Burze cenných papírů Praha obchodováno pouze se dvěmi emisemi komunálních dluhopisů, a to s dluhopisy Hlavního města Prahy při celkovém objemu 0,748 mld. Kč. Podíl uskutečněných obchodů s těmito dluhopisy na celkovém objemu obchodů v roce 2007 činil pouze 0,15%.

Kompletní přehled objemu a počtu emisí dluhopisů na Burze cenných papírů Praha ke konci roku 2007 ukazuje následující tabulka.

Stav k 31. 12. 2007	Státní dluhopisy	HZL	Bankovní dluhopisy	Podnikový dluhopisy	Komunální dluhopisy
Počet emisí	17	70	22	21	2
Objem (v mld. Kč)	433,280	56,781	9,931	8,118	0,748

Zdroj: BCPP – Statistická ročenka 2007

6.2.5 Rozdělení dluhopisů podle druhu kupónové sazby a splatnosti

Jak bylo popsáno v páté kapitole z hlediska druhu kupónové sazby jsou rozlišovány dluhopisy s pevným kupónem, dluhopisy s pohyblivým kupónem a dluhopisy s nulovým kupónem.

Následující tabulka podává přehled o emitovaných dluhopisů na Burze cenných papírů Praha v členění podle druhu dluhopisů a kupónové sazby.

Emise dluhopisů (stav ke konci obd.)	Státní dluhopisy	HZL	Podnikový dluhopisy	Bankovní dluhopisy	Komunální dluhopisy
pevný kupón	17	55	14	9	1
pohyblivý kupón	0	15	7	12	1
Celkem	17	70	21	22	2

Zdroj: BCPP – Statistická ročenka 2007

Rozdělíme-li podrobněji dluhopisy podle druhu kupónové sazby, zjistíme, že v roce 2007, zejména díky nízké inflaci byla většina dluhopisů emitována na Burze cenných papírů Praha s pevným kupónem. Podíl dluhopisů s pevným kupónem na celkovém počtu emitovaných dluhopisů je 73%, zbývající část (tj. 27%) připadá na dluhopisy s pohyblivým kupónem. S pevným kupónem byly v roce 2007 emitovány všechny státní dluhopisy a drtivá většina hypotečních

zástavních listů (tj.79%). U podnikových dluhopisů dosahoval podíl emitovaných dluhopisů s pevným kupónem 67%. Co se týče bankovních dluhopisů, bylo jich 41% emitováno s pevným kupónem a 59% s pohyblivým kupónem. V roce 2007 byly na trh uvedeny i 2 emise komunálních dluhopisů, z nichž jedna byla emitována s pevným kupónem a druhá s pohyblivým kupónem.

Dalším kritériem jak dluhopisy rozčlenit je doba splatnosti dluhopisu. Rozlišujeme dluhopisy krátkodobé s dobou splatnosti 5 let, střednědobé s dobou splatnosti 5 až 10 let a dlouhodobé dluhopisy se splatností delší než 10 let. Na Burze cenných papírů Praha můžeme nalézt nejvíce krátkodobých dluhopisů se splatností většinou od 3 do 5 let (tj. 48%), což odpovídá standardním západoevropským trhům. Podíl střednědobých dluhopisů s dobou splatností od 5 do 10 let dosahuje 32% a podíl dlouhodobých dluhopisů se splatností delší než 10 let dosahuje 20%.

Dne 21. listopadu 2007 poprvé v historii emitovala česká vláda dluhopisy ke krytí státního dluhu se splatností 50 let. Dosud stát vydával dluhopisy se splatností do 30 let. Zařazením dluhopisů s 50letou splatností se Česká republika přidala k Velké Británii, Francii, Řecku a Itálii, a stala se tak teprve pátou zemí, která 50letou splatnost nabídla. Nové dluhopisy mají celkový objem osmi miliard korun. Vydáváním dlouhodobých dluhopisů se chce kromě jiného stát vyhnout situaci, kdy by podíl krytí krátkodobými dluhopisy byl příliš vysoký. V případě potíží na finančním trhu by hrozilo, že stát nebude moci financovat dluh prodejem pokladničních poukázek, získat peníze a splatit své dluhy³⁹.

³⁹ Ekonomické zpravodajství. [On-line]. <www.ekonomika.ihned.cz>

6.2.6 Struktura investorů na dluhopisovém trhu v České republice

Strukturu investorů do dluhopisů v České republice můžeme analyzovat na základě známých dat o držitelích státních dluhopisů. Následující tabulka uvádí rozložení státního dluhu v roce 2006 a 2007 podle typu věřitele, kteří jsou klasifikováni podle systému národních účtů.

Typ držitele	2004 (v %)	2005 (v %)	2006 (v %)	2007 (v %)
Nefinanční podniky	0,90	0,70	0,63	0,74
Finanční instituce a korporace ⁴⁰	56,22	49,91	48,38	46,72
Pojišťovny	20,91	21,13	22,48	23,81
Vládní sektor	1,30	1,27	1,24	1,22
Neziskové organizace sloužící domácnostem	0,02	0,02	0,02	0,03
Domácnosti	0,09	0,19	0,21	0,21
Zahraniční subjekty	20,56	26,77	27,05	27,26
Celkem	100,00	100,00	100,00	100,00

Zdroj: MFČR – Zpráva o řízení státního dluhu za rok 2005-2007

Z výše uvedené tabulky je zřejmé, že ve sledovaném období si největší podíl ve struktuře držby státních dluhopisů udržují finanční instituce a korporace, zejména banky, stavební spořitelny, investiční společnosti a investiční fondy. Jejich podíl činil ke konci roku 2007 přibližně 47%. V průběhu let 2004 až 2007 však jejich podíl celkově poklesl o 9,5%. Tento pokles lze však vysvětlit zvýšením podílu držby státního dluhu pojišťovnami, který ve sledovaném období postupně vzrostl téměř o 3% na současných necelých 24%. Dále zvýšením podílu dluhu v rukou zahraničních subjektů, který ve sledovaném období celkově vzrostl přibližně o 7% na současných více než 27%. Finanční instituce a korporace, pojišťovny, penzijní fondy a zahraniční subjekty zaujímají

⁴⁰ Kromě pojišťovacích společností a penzijních fondů, které jsou zahrnuty v sektoru Pojišťovny.

v současné době dominantní podíl ve struktuře investorů do dluhopisů v České republice, když drží dohromady více než 97% státních dluhopisů.

6.3 Obchodování s dluhopisy na neorganizovaném trhu OTC

Neorganizovaný trh je volně přístupným trhem, kde nabídka a poptávka instrumentů není organizována žádným subjektem. Na neorganizovaném trhu jsou uzavírány obchodní nebo neobchodní transakce, v rámci kterých se zúčastněné strany svobodně dohodnou na předmětu obchodu, počtu cenných papírů, ceně, způsobu a času vypořádání. Vypořádání těchto obchodů je prováděno buď přímo ve Středisku cenných papírů, nebo prostřednictvím dceřiné společnosti Burzy cenných papírů Praha Univyc, a. s..

Vývoj objemu transakcí realizovaných mimo regulované trhy za posledních pět let zachycuje následující tabulka.

Zprostředkovatel transakce (stav ke konci období, v mld. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007
Univyc, a. s.	7,5	18,3	14,5	2,6	3,0
Středisko cenných papírů	1371	1725	2569	3180	3544,3
Celkem	1378,5	1743,3	2583,5	3182,6	3547,3

Zdroj: BCPP, ČNB

Objem transakcí s akciemi a dluhopisy, které byly v roce 2007 uskutečněny mimo regulované trhy, dosáhl celkové hodnoty 3547,3 mld. Kč. Oproti předcházejícímu roku došlo k nárůstu o 11,5%. Objem transakcí uskutečněných ve společnosti Univyc vzrostl o 11,5% na 3544,3 mld. Kč. Objem transakcí vypořádaných prostřednictvím Střediska cenných papírů vzrostl o 15,4% na hodnotu 3 mld. Kč.

Objemy transakcí s jednotlivými druhy cenných papírů ve Středisku cenných papírů a společnosti Univyc za rok 2005 a 2006 zobrazuje následující tabulka.

Zprostředkovatel transakce (stav ke konci obd., v mld. Kč)	2005		2006	
	Akcie	Dluhopisy	Akcie	Dluhopisy
Univyc, a. s.	1204,3	1364,6	1891,3	1288,6
Středisko cenných papírů	7,0	7,5	2,1	0,5
Celkem	1211,3	1372,1	1893,4	1289,1

Zdroj: BCPP, ČNB

Mimo regulované trhy jsou transakce realizovány zejména prostřednictvím společnosti Univyc. Její podíl na všech transakcích realizovaných mimo regulované trhy činil v roce 2006 jak u akcií, tak i u dluhopisů 99,9%. Zbytkový podíl transakcí s akciemi a dluhopisy byl realizován prostřednictvím přepážek Střediska cenných papírů. Objem transakcí s cennými papíry na přepážkách Střediska cenných papírů zaznamenal v roce 2006 oproti roku 2005 výrazný pokles o 82%. Objemy transakcí s akciemi a dluhopisy v roce 2007 ve Středisku cenných papírů a společnosti Univyc nejsou dostupná. Tak jako na regulovaném trhu dominuje Burza cenných papírů Praha, mimo regulovaný trh hrají hlavní roli obchody dohodnuty bilaterálně a vypořádány prostřednictvím společnosti Univyc. Podíl Střediska cenných papírů je pouze okrajový.

6.4 Porovnání objemu obchodů s dluhopisy na regulovaných trzích a mimo regulované trhy

Segment kapitálového trhu		2006	
		v mld. Kč	v %
Regulované trhy	BCPP	598,2	31,7
	RM-System	0,2	0,01
Neorganizovaný OTC trh	Univyc, a. s.	1288,6	68,27
	SCP	0,5	0,02
celkem		1887,5	100,0

Zdroj: BCPP, ČNB

Při porovnání objemu obchodů s dluhopisy na regulovaných trzích a mimo regulované trhy dospějeme k výsledku, že většina obchodů s dluhopisy probíhá na neorganizovaném trhu OTC, zejména prostřednictvím společnosti Univyc, a.s. Porovnáme-li objemy obchodů s dluhopisy na těchto trzích v roce 2006 zjistíme, že podíl uskutečněných transakcí prostřednictvím společnosti Univyc na celkovém objemu obchodů s dluhopisy na regulovaných trzích a mimo regulované trhy dosáhl hodnoty 68,27%. Podíl Burzy cenných papírů Praha v tomto roce dosáhl hodnoty 31,7%. Důležitost společnosti RM-System a Střediska cenných papírů při obchodování s dluhopisy na českém kapitálovém trhu je však zanedbatelná. Neboť objem uskutečněných obchodů s dluhopisy prostřednictvím těchto dvou společností nedosahuje ani 1% všech obchodů s dluhopisy uskutečněných na organizovaných a neorganizovaných trzích.

7 Fungování srovnávaných burz cenných papírů

7.1 Burza cenných papírů Bratislava

Burza cenných papierov v Bratislavě, a. s. (BCPB)

Organizátorem regulovaného trhu s investičními nástroji ve Slovenské republice je Burza cenných papírů Bratislava, a. s. Svoji činnost zahájila 15. března 1991 v souladu s rozhodnutím Ministerstva Financí Slovenské republiky z roku 1990. Obchodovat se na burze začalo 6. dubna 1993. Od roku 2001 vykonávala burza svoji činnost na základě licence Úřadu pro finanční trh. V souladu se vstupem Slovenské republiky do Evropské unie byla Burza cenných papírů Bratislava dne 1. června 2004 zvolena za právoplatného člena Evropské federace burz (FESE).

Burza cenných papírů v Bratislavě je založena na členském principu. Burzovní pravidla stanovují dva typy členů: řádného člena (časově neomezeného) a dočasného člena (časově omezeného na dobu 1 roka). Oba typy členů schvaluje představenstvo burzy na základě návrhu Výboru pro členství. Členem Burzy cenných papírů Bratislava se může stát také například subjekt, který je obchodníkem s cennými papíry a splní podmínky stanovené burzovními pravidly.

Nevyšším orgánem burzy je valná hromada akcionářů, kterými jsou Fond národního majetku Slovenské republiky, nejvyšší slovenské peněžní ústavy, investiční, brokerské a pojišťovací společnosti. Statutárním orgánem je představenstvo, které jedná jménem burzy a zřizuje burzovní výbory. Kontrolním orgánem burzy je dozorčí rada. Mezi poradní orgány burzy patří v současné době tři burzovní výbory: Výbor pro obchodování, Výbor pro kótování cenných papírů a Výbor pro členství.

Obchodování na Burze cenných papírů Bratislava je zabezpečováno elektronickým obchodním systémem EBOS (Elektronický burzový obchodní systém).

Burza cenných papírů v Bratislavě organizuje obchodování s cennými papíry na regulovaném trhu, který zahrnuje trh kótovaných cenných papírů a regulovaný volný trh burzy. Trh kótovaných cenných papírů je členěn na tyto segmenty: kótovaný hlavní trh, kótovaný paralelní trh a kótovaný nový trh. Regulovaný volný trh burzy není dále členěn na jednotlivé segmenty⁴¹.

Trh kótovaných cenných papírů je trh, kde jsou obchodovány nejlikvidnější emise bonitních společností. Společnosti, které mají zájem o obchodování s cennými papíry na tomto trhu, musí splnit celou řadu podmínek pro přijetí cenných papírů na tento trh a informační povinnosti. Na regulovaném volném trhu burzy se obchodují cenné papíry, které nesplňují podmínky pro kótaci požadované hlavním a paralelním kótovaným trhem, nebo cenné papíry, jejichž emitenti nejsou schopni nebo ochotni plnit rozsáhlé soubory informačních povinností.

V současné době je možné na burze uzavírat tyto typy obchodů:

- o *Kurzotvorné obchody* jsou uzavírány prostřednictvím systému EBOS, v němž dochází ke spárování objednávky na nákup a objednávky na prodej. Kurzotvorné obchody mohou členové uzavírat v následujících modulech:
 - *Modul aukčního obchodování* (obchodování při jedné ceně – fixing). Pro každou emisi cenných papírů je podle algoritmu vypočítána jedna aukční cena, při které se uzavřou všechny obchody. Algoritmus výpočtu zabezpečuje maximální množství zobchodovaných cenných papírů a minimální převis, tj. rozdíl mezi celkovým nákupem a prodejem.

⁴¹ Burzovní trhy. [On-line]. <www.bcpb.sk>

- *Modul kontinuálního obchodování* umožňuje uzavírání obchodů na základě průběžně zadávaných objednávek k nákupu a k prodeji cenných papírů. Na přijaté objednávky se uplatňuje cenové a následně časové priority. Pokud je cena nejlepší objednávky k nákupu vyšší než cena nejlepší objednávky k prodeji, nebo se rovnají, systém automaticky uzavře obchod spárováním těchto objednávek.
- *Modul obchodování s tvůrci trhu* je založen na funkci tvůrce trhu, který je povinný kótovat po celou dobu obchodování prodejní a nákupní cenu konkrétní emise, v které tvoří trh, přičemž musí dodržet burzou určené maximální rozpětí (spread). Během obchodování jsou neustále k dispozici kotace tvůrců trhu v emisích zařazených do tohoto modulu, v důsledku toho je možné kdykoliv během obchodování prodat, resp. koupit cenné papíry.
- *Modul blokového obchodování* umožňuje obchodování s bloky (blok – soubor cenných papírů jedné emise cenných papírů) obsažených v jedné objednávce, v které je stanovený minimální a maximální počet cenných papírů.
- o *Přímé obchody*. Při přímém obchodu jsou cena a objem obchodu stanoveny dopředu dohodou kupujícího a prodávajícího člena, přičemž obě dvě strany se navzájem znají.
- o *Repo obchody* představují prodej cenných papírů v hotovosti s dohodou o jejich zpětném nákupu k určitému okamžiku v budoucnosti za předem stanovenou cenu. Každý repo obchod odpovídá převodu cenných papírů a zpětnému převodu, kterým jsou cenné papíry stejného druhu a množství převedené na účet původního majitele⁴².

⁴² Typy obchodů. [On-line]. <www.bcpb.sk>

7.2 Burza cenných papírů Varšava

Gielda Papierów Wartościowych w Warszawie S. A. (WSA)

První polská burza vznikla ve Varšavě 12. května 1817 a první burzovní seance se uskutečnily již o čtyři dni později. Obchodovalo se s dluhopisy a jinými dluhovými cennými papíry. V meziválečném období mělo Polsko sedm burzovních trhů (ve Varšavě, v Katovicích, Lvovu, Lodži, Krakově, Poznani a Vilnu). Prvořadě postavení si i nadále ponechala burza ve Varšavě, kde se uskutečňovalo 90% všech obchodů. Vlivem politických změn nebyly tyto kapitálové trhy po druhé světové válce znovu obnoveny. Po roce 1989 započala nová polská vláda vytvářet strukturu kapitálového trhu. Vzhledem k nedostatku zkušeností v této oblasti, podepsala polská vláda v říjnu 1990 smlouvu s Francií o vytvoření burzy cenných papírů ve Varšavě. Ta vznikla jako státní akciová společnost 12. dubna 1991, kdy byl podepsán zakládající zákon burzy cenných papírů. První obchodování se uskutečnilo 16. dubna 1991⁴³.

Nejvyšším orgánem burzy je valná hromada, složená ze zástupců Ministerstva financí, bank, akcionářů burzy a makléřských domů. Valná hromada rozhoduje o změnách burzovních pravidel a volí členy Burzovní rady. Statutárním orgánem je představenstvo složené se ze čtyř členů a prezidenta, který je volen valnou hromadou na období tří let. Představenstvo koordinuje každodenní chod burzy. Kontrolním orgánem je burzovní rada, která je tvořena ze 12 členů.

Obchodování na Burze cenných papírů ve Varšavě je zabezpečováno plně automatizovaným elektronickým systémem WARSET (Warsaw Stock Exchange Trading systém).

Varšavská burza je rozdělena na tři tržní segmenty – hlavní (oficiální) trh, paralelný (regulovaný neoficiální) trh a volný trh burzy. Hlavní oficiální trh je

⁴³ Čámský, F. [On-line]. <www.derivat.sk>

určen pro obchodování s nejlíkvnějšími cennými papíry kapitálově významných společností, které navíc udržují vysoký standard ve vztahu k investorům a ke corporate governance (pokyny, které burza vyžaduje a jednotlivé společnosti by je měly dodržovat). Společnosti, které mají zájem obchodovat na tomto segmentu trhu musí splnit celou řadu podmínek pro přijetí cenných papírů na tento trh a informační povinnosti. Jeho součástí je tzv. Plus segment. Společnosti, které chtějí kótovat na paralelním trhu burzy musí taktéž splňovat dobré standardy mezi emitentem a investorem a splnit všechny podmínky stanovované burzou. Součástí paralelního segmentu burzy je tzv. Prim segment. Na volném trhu burzy obchodují své tituly společnosti, které nesplnily podmínky pro přijetí cenných papírů na předešlé dva segmenty.

Na varšavské burze je možné uzavírat obchody v režimu kontinuálního obchodování, aukčního režimu s dvěma aukcemi za den nebo přes tzv. blokové obchody. Kontinuální obchodování umožňuje uzavírání obchodů na základě průběžně zadávaných objednávek k nákupu a k prodeji investičních instrumentů. Na přijaté objednávky se uplatňuje princip cenové a následně časové priority. Aukční obchodování je založeno na provádění tzv. fixingu - pro každou emisi cenných papírů je podle algoritmu vypočítána jedna aukční cena, při které se uzavřou všechny obchody. V případě aukčního režimu s dvěma aukcemi se postup tvorby aukční ceny a uzavírání transakcí opakuje dvakrát za den. Předmětem blokových obchodů jsou často značné množství cenných papírů. Burzovní pravidla stanovují minimální velikost bloku a maximální rozdíl mezi cenou v blokovém obchodě a kurzem stanoveným při burzovní seanci. S akciemi je možné provádět všechny tři typy obchodů, dluhopisy a deriváty jsou obchodovány v kontinuálním režimu.

7.3 Burza cenných papírů Budapešť

Budapesti Értékösde (BSE)

Budapešťskou burzu cenných papírů založil v roce 1864 císař František Josef I. Koncem 19. století již budapešťská burza patřila mezi významné finanční instituce ve střední a východní Evropě, o čemž svědčí i fakt, že kurzy byly pravidelně uveřejňovány ve Vídni, Frankfurtu, Londýně i Paříži. Ekonomická krize na počátku 30. let zasáhla také Maďarsko a burza tak byla od léta 1931 do podzimu 1932 uzavřena. Definitivně byla její činnost pozastavena s nástupem socialismu v roce 1948 a to na 42 let. Dne 19. června 1990 byla burza znovu otevřena 41 zakládajícími členy. V červnu 1999 se stala také přidruženým členem Evropské federace burz cenných papírů (FESE)⁴⁴. Od května roku 2006 je burza ustanovena jako veřejná akciová společnost.

Nejvyšším výkonným orgánem burzy je valná hromada, která volí a odvolává členy ostatních burzovních orgánů. Činnost burzy řídí Rada ředitelů, která je statutárním orgánem, složená ze tří až sedmi členů. Členové jsou voleni na dobu tří let. Rada ředitelů také vydává burzovní pravidla a regulace. Kontrolním orgánem burzy je dozorčí rada skládající se ze tří až šesti členů, kteří jsou voleni na dobu tří let.

Trh Burzy cenných papírů Budapešť je tvořen čtyřmi sekcemi, reprezentující oddělené trhy s různými obchodními pravidly. První sekcí je trh majetkových cenných papírů. Tento trh je určen pro domácí a zahraniční akcie, akcie investičních fondů, strukturovaným produktům a investičním certifikátům. Druhou sekcí je trh dluhových cenných papírů, kde jsou obchodovány zejména státní dluhopisy, pokladniční poukázky, podnikové dluhopisy a hypoteční zástavní listy. Třetí sekcí je trh derivátů. Zde je obchodováno s futures a

⁴⁴ Čámský, F. [On-line]. <www.derivat.sk>

opcemi. Poslední sekci je neregulovaný trh, kde jsou obchodovány cenné papíry, které nejsou oficiálně zapsány na burze.

Na burzovním trhu se využívá elektronický obchodní systém MMTS (Multi Market Trading Systém). Jedná se o objednávkami řízený systém, který nevyužívá činnosti tvůrců trhu. Systém automaticky monitoruje příkazy limitované cenou a povolené cenové rozpětí. V průběhu obchodování systém využívá dva způsoby algoritmu spárování objednávek - algoritmus založený na rovnovážné ceně a algoritmus kontinuálního párování objednávek. Algoritmus založený na rovnovážné ceně zhodnotí zadané příkazy, identifikuje hloubku trhu a určí rovnovážnou cenu, která maximalizuje objem obchodů. Algoritmus kontinuálního spárování objednávek oproti tomu uplatňuje princip cenové a časové priority. Obchodování zahrnuje několik seancí. Otevírací fáze užívá algoritmu spárování jednotné rovnovážné ceny, zatímco volná fáze užívá kontinuální spárování objednávek. Pro obchodování termínových kontraktů využívá burza obchodní systém pro derivátový trh MMTS II., jenž používá stejných algoritmů jako promptní trh. Nákupní a prodejní cenu stanovuje obchodník s cennými papíry tvůrce trhu⁴⁵.

⁴⁵ Přikryl, M. [On-line]. <<http://is.muni.cz/>>

8 Komparace burzovních obchodů s dluhopisy

V této kapitole se pokusím porovnat vybrané burzy z hlediska objemů obchodů s dluhopisy na nich realizovaných v posledních pěti letech. Objemy obchodů s jednotlivými druhy cenných papírů jsou jedním z hlavních burzovních ukazatelů, na jejichž základě se investoři vstupující na tyto trhy informují o minulém a současném vývoji burz a mohou si tak udělat představu o síle jednotlivých burz a jejich budoucím vývoji. Informace a data k provedení této analýzy jsem získala z burzovních ročenek uveřejněných na webových stránkách jednotlivých burz. Data o objemech obchodů s dluhopisy jsem nejprve zpracovala do tabulek v členění podle vybraných burz. Data jsou roční, tedy měřena vždy k poslednímu dni v roce, vyjádřena v domácích měnách a v euru. Následně jsou tyto data z jednotlivých tabulek pro lepší přehlednost společně porovnány v grafu a doplněny komentářem. V závěru této kapitoly se zabývám srovnáním ročních výnosů státní dluhopisů vybraných zemí.

8.1 Objemy obchodů s dluhopisy na BCPP

Objemy obchodů s dluhopisy (stav ke konci období)	2003	2004	2005	2006	2007
v mld. CZK	1110,10	692,48	533,24	598,92	508,85
v mld. EUR	34,91	21,62	17,91	21,11	18,39

Zdroj: BCPB– Statistická ročenka 2007

8.2 Objemy obchodů s dluhopisy na BCPB

Objemy obchodů s dluhopisy (stav ke konci období)	2003	2004	2005	2006	2007
v mld. SKK	1072,36	410,86	999,75	989,46	352,17
v mld. EUR	25,84	10,30	25,75	26,76	10,36

Zdroj: BCPP – Statistická ročenka 2007

8.3 Objemy obchodů s dluhopisy na WSE

Objemy obchodů s dluhopisy (stav ke konci období)	2003	2004	2005	2006	2007
V mld. PLN	7,84	7,82	5,06	5,49	3,26
V mld. EUR	1,75	1,74	1,26	1,41	0,86

Zdroj: WSE – Fact Book 2003-2007

8.4 Objemy obchodů s dluhopisy na BSE

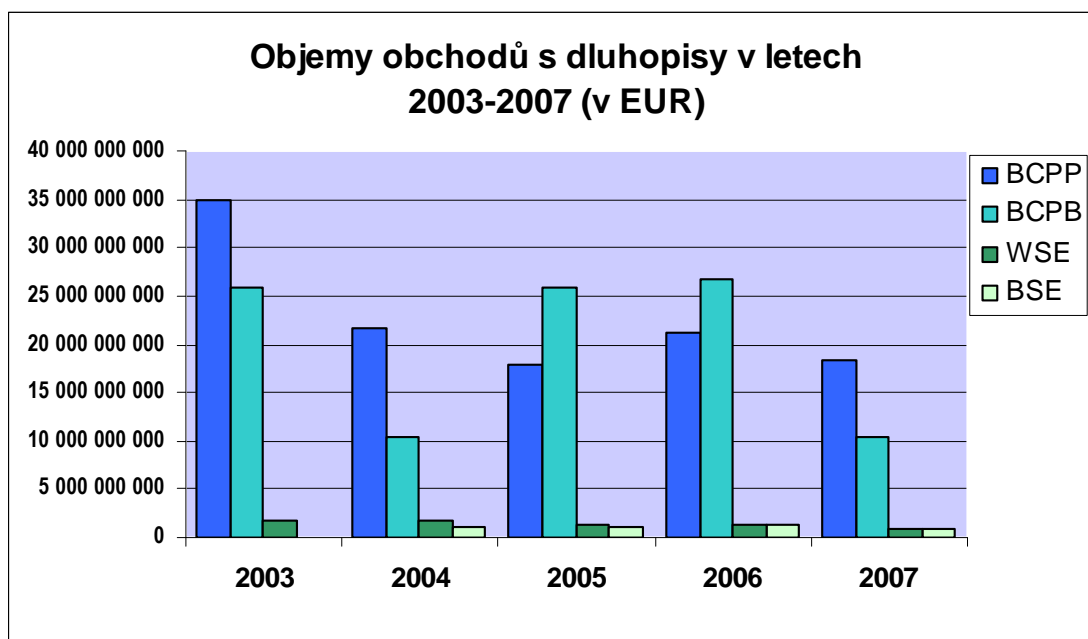
Objemy obchodů s dluhopisy (stav ke konci období)	2003	2004	2005	2006	2007
V mld. HUF	319540,0	30747,44	27400,89	35616,69	21118,75
V mld. EUR	n/a	1,19	1,12	1,32	0,84

Zdroj: BSE – Annual Report 2003-2007

V roce 2003 zveřejnila budapeštská burza ve své statistické ročence pouze hodnotu objemu obchodů s dluhopisy v mld. HUF, hodnotu objemu obchodů s dluhopisy v mld. EUR burza neuváděla, proto tato hodnota ve výše uvedené tabulce chybí.

Následující graf č. 2 zobrazuje vývoj objemu obchodů s dluhopisy na Burze cenných papírů Praha v porovnání s objemy obchodů s dluhopisy uskutečněných na Burze cenných papírů v Bratislavě, varšavské burze a budapeštské burze, a to ve sledovaném období let 2003 až 2007.

Graf č. 2



Z grafu č. 2 je zřejmé, že obchodování s dluhopisy je nejvíce rozšířeno na Burze cenných papírů Praha, která s výjimkou v roce 2005 a 2006, kdy se na prvním místě umístila Burza cenných papírů v Bratislavě, vykazovala nejvyšší objemy obchodů s dluhopisy po celé sledované období. Celkový objem obchodů s dluhopisy za posledních pět let na Burze cenných papírů Praha činil více jak 113 mld. EUR, přičemž nejvíce obchodů s dluhopisy bylo uskutečněno v roce 2003. V posledních letech však zájem investorů o dlužné cenné papíry slábně. Největší zájem měli investoři na Burze cenných papírů Praha ve sledovaném období zejména o státní dluhopisy a hypoteční zástavní listy, které pro ně představují vysokou jistotu. Zájem o bankovní, podnikové a komunální dluhopisy je zanedbatelný.

Na druhém místě v celkovém objemu obchodů s dluhopisy za posledních pět let se umístila Burza cenných papírů v Bratislavě, a to s objemem v celkové hodnotě 99 mld. EUR, tj. o 13% méně než na Burze cenných papírů Praha. Největší objem obchodů s dluhopisy zaznamenala bratislavská burza v roce 2005 a 2006, a právě i v těchto letech zaujala dominantní pozici. V posledním

roce sledovaného období však můžeme na této burze zaznamenat výrazný propad v objemu obchodování (více jak 60%). Mezi nejobchodovanější druhy dluhopisů na Burze cenných papírů Bratislava patřili ve sledovaném období taktéž státní dluhopisy a hypoteční zástavní listy.

Na varšavské burze cenných papírů se obchodování s dluhopisy ve sledovaném období příliš neujalo. Po celé sledované období objemy obchodů s dluhopisy činily v průměru 1,4 mld. EUR. Co se týče celkového objemu obchodů s dluhopisy uskutečněných na varšavské burze, dosáhl ve sledovaném období přibližně 7 mld. EUR, tj. o 94% méně než na Burze cenných papírů Praha. Nejvíce obchodů na varšavské burze bylo provedeno s emisemi státních a podnikových dluhopisů.

Velice zanedbatelný objem s dluhopisy ve sledovaném období zaznamenala i budapeštská burza cenných papírů. Ta vykazovala ve sledovaném období celkově nejmenší objem obchodů s dluhopisy, a to 5,7 mld. EUR (v roce 2003 počítám se stejnou hodnotou mld. EUR jako v roce 2004, neboť v těchto letech obchody s dluhopisy v mld. HUF činily téměř stejný objem). Na budapeštské burze tak bylo provedeno o 95% méně obchodů s dluhopisy než na Burze cenných papírů Praha. Ve sledovaném období se na budapeštské burze nejvíce obchodovalo především s podnikovými dluhopisy, státními dluhopisy a hypotečními zástavními listy.

8.5 Srovnání výnosů státních dluhopisů ve vybraných zemích

Jak již bylo uvedeno dříve, ve všech čtyřech srovnávaných zemích se na burzách cenných papírů obchoduje nejvíce se státními dluhopisy. V následující části se pokusím porovnat jakých výnosů může český investor dosáhnout při investici do státních dluhopisů vybraných zemí, tedy při investici do slovenského, polského či maďarského státního dluhopisu. Splatnost těchto

státních dluhopisů ve vybraných zemích se většinou pohybuje v rozmezí 5 – 10 let. Srovnání ročních výnosů státních dluhopisů s pevným kupónem ve vybraných zemích zachycuje následující tabulka.

Země	Roční výnos státního dluhopisu	Nadvýnos nad českým státním dluhopisem
Česká republika	4,2 %	
Polsko	5,6 %	1,4 %
Slovenská republika	5,8 %	1,6 %
Maďarsko	6,8 %	2,6 %

Zdroj: BCPP, BCPB, WSE, BSE, vlastní výpočty

Z výše uvedené tabulky je zřejmé, že nejvyšších výnosů mohou investoři mající zájem o státní dluhopisy dosáhnout v Maďarsku. Zde roční výnos státních dluhopisů dosahuje v průměru hodnoty 6,8%. Pokud by tedy český investor investoval své volné finanční prostředky např. do maďarského desetiletého dluhopisu a předpokládal by, že dluhopis bude držet až do splatnosti, vydělá mu tento dluhopis za rok o 2,6% více než český státní dluhopis. Zjednodušeně vydělá investor při takovéto investici za 10 let o 26% více. Důležitým faktorem pro českého investora při takovéto investici je vývoj měny dluhopisu, ve které je dluhopis emitován, vzhledem k měně investora. Tedy vývoj maďarského forintu vůči české koruně. Pokusit se odhadnout vývoj těchto měn v 10-letém horizontu je pro investora poměrně složité. Protože pohyby měnových kurzů jsou v porovnání s výnosem dluhopisu příliš velké a celý obchod okamžitě posunou do kategorie nevypočitatelné spekulace. V případě, že by ale maďarský forint (HUF) oslabil během deseti let až o 26% oproti české koruně, realizoval by český investor stejný výnos jako při investici do českého státního dluhopisu.

Co se týče Slovenské republiky a Polska, může zde český investor při investici do státních dluhopisů také dosáhnout vyšších výnosů než v případě investice do domácích státních dluhopisů. Roční výnos státních dluhopisů ve Slovenské republice dosahuje v průměru hodnoty 5,8% a v Polsku hodnoty 5,6%. Při

investici do slovenského desetiletého státního dluhopisu by český investor vydělal za 10 let o 16% více než při investici do českého desetiletého státního dluhopisu. V případě investice do polského desetiletého státního dluhopisu by český investor vydělal za 10 let o 14% více.

9 Závěr

Cílem předložené práce je analyzovat vývoj obchodování s dluhopisy na kapitálovém trhu v České republice v porovnání s trhy vybraných zemí. K provedení této analýzy jsem si vybrala slovenský, polský a maďarský trh. Tyto trhy jsem si zvolila zejména proto, že vznikly z podobných historických, ekonomických, geografických a kulturních základů. V současné době patří jak český kapitálový trh, tak i slovenský, polský a maďarský kapitálový trh do skupiny tzv. emerging markets. To znamená, že tyto trhy jsou považovány za dosud plně nerozvinuté a málo efektivní.

Diplomová práce byla obsahově rozdělena do devíti kapitol. V druhé, třetí a čtvrté kapitole jsem na základě studia odborné literatury zpracovala teoretický přehled o struktuře a fungování kapitálového trhu v České republice, subjektech působících na tomto trhu a regulaci kapitálového trhu. V páté kapitole jsem definovala pojem dluhopis a charakterizovala dlouhodobé dluhopisy, jejich základní druhy a pojmy používané u dluhopisů. Zmínila jsem se i o řadě různých druhů dluhopisů, které se vyskytují na světových trzích. V samotném závěru této kapitoly jsem uvedla náležitosti emisních podmínek a objasnila pojem rating dluhopisů.

Následující šestou kapitolu jsem věnovala vývoji dluhopisového trhu v České republice. Nejprve jsem okrajově nastínila historii českého dluhopisového trhu. Zde mohu připomenout, že významným mezníkem v historii tohoto trhu je rok 1993, kdy došlo k rozdělení bývalého Československa na Českou a Slovenskou republiku. V tomto roce byly také vydány první domácí dluhopisy a začala plně fungovat Burza cenných papírů Praha, a. s. a mimoburzovní společnost RM-System, a. s.. Další částí šesté kapitoly byla analýza vývoje obchodování s dluhopisy v České republice za posledních pět let v rámci regulovaných trhů a mimo regulované trhy, a jejich vzájemná komparace. Vypracováním této analýzy byly zjištěny následující skutečnosti.

Na regulovaných trzích v České republice se s dluhopisy obchoduje na Burze cenných papírů Praha a ve společnosti RM-Systém. Drtivá většina obchodů s dluhopisy (téměř 100%) je realizována na Burze cenných papírů Praha, a to zejména na hlavním trhu burzy, což svědčí o správném směru vývoje dluhopisového trhu. Podíl obchodů s dluhopisy na mimoburzovním trhu RM-Systém je zanedbatelný. Tuto skutečnost spatřuji v tom, že obchodníci s cennými papíry, kteří plní funkci tvůrců trhu v systému SPAD, trvale zajišťují nabídku a poptávku po cenných papírech a investoři mají tak jistotu, že na burzovním trhu cenný papír obchodovaný v systému SPAD koupí či prodají prakticky kdykoliv. Obchody s cennými papíry na Burze cenných papírů Praha pak uzavírají zejména institucionální investoři, zatímco v RM-Systému obchodují spíše drobní investoři.

Porovná-li na jedné straně objemy obchodů s dluhopisy a na druhé straně objemy obchodů s akciemi na Burze cenných papírů Praha, můžu říct, že ve sledovaném období let 2003 až 2007 mírně převažuje obchod s akciemi doprovázený rostoucími kurzy. Ale tradičně se hojně i obchoduje s dluhopisy. V roce 2003 a 2004 dokonce objem obchodů s dluhopisy převýšil objem obchodů s akciemi.

Nejvíce emisí dluhopisů je kótováno na volném trhu burzy, zde se obchoduje zejména s hypotečními zástavními listy. Státní, podnikové či bankovní dluhopisy jsou obchodovány na hlavním trhu burzy. Co se týče nejobchodovanějších emisí dluhopisů na Burze cenných papírů Praha v roce 2007, mezi prvními pětadvaceti emisemi je 17 státních dluhopisů, 7 hypotečních zástavních listů a 1 bankovní dluhopis. Tato skutečnost naznačuje to, že v současné době mezi nejlikvidnější dluhopisy na trhu dluhopisů v České republice patří státní dluhopisy. Státní dluhopisy vydává Česká republika prostřednictvím Ministerstva financí, zpravidla kvůli pokrytí a splácení státního dluhu. Ten tvoří dluhy vlády a vzniká především hromaděním schodků státního rozpočtu. Podíl obchodů státních dluhopisů na celkovém objemu obchodů s dluhopisy v roce

2007 činil 85%. Druhý největší segment dluhopisového trhu tvoří hypoteční zástavní listy, které vydávají banky k získání finančních prostředků pro hypoteční úvěry. Podíl uskutečněných obchodů s těmito dluhopisy na celkovém objemu obchodů s dluhopisy v roce 2007 činil 11%. Se státními dluhopisy a hypotečními zástavními listy obchodují investoři zejména proto, že pro ně představují vysokou jistotu návratnosti investičních prostředků. Výhodou je i nižší nominální hodnota, zpravidla 10 000 korun. Dalšími segmenty dluhopisového trhu jsou bankovní, podnikové a komunální dluhopisy. Podíly těchto segmentů na celkovém objemu obchodů s dluhopisy v roce 2007 činily přibližně 2%.

Strukturu investorů do dluhopisů v České republice jsem analyzovala na základě známých dat o držitelích státních dluhopisů. Podkladovým materiálem pro tuto analýzu se stala Zpráva o řízení státního dluhu, dostupná na webových stránkách Ministerstva financí České republiky. Zde jsem došla k závěru, že ve sledovaném období si největší podíl ve struktuře držby státních dluhopisů udržují finanční instituce a korporace, zejména banky, stavební spořitelny, investiční společnosti a investiční fondy. Jejich podíl na struktuře držitelů státních dluhopisů činil ke konci roku 2007 přibližně 47%.

Při porovnání objemu obchodů s dluhopisy na regulovaných trzích a mimo regulované trhy jsem dospěla k výsledku, že většina obchodů s dluhopisy je uskutečňována mimo regulované trhy, a to zejména prostřednictvím společnosti Univyc. Podíl uskutečněných transakcí prostřednictvím společnosti Univyc na celkovém objemu obchodů s dluhopisy na regulovaných trzích a mimo regulované trhy dosáhl v roce 2006 hodnoty 68,27%. Podíl Burzy cenných papírů Praha v tomto roce dosáhl hodnoty 31,7%. Důležitost společnosti RM-Systém a Střediska cenných papírů při obchodování s dluhopisy na českém kapitálovém trhu je však zanedbatelná. Neboť objem uskutečněných obchodů s dluhopisy prostřednictvím těchto dvou společností nedosahuje ani 1% všech obchodů s dluhopisy.

V osmé kapitole jsem se pokusila o analýzu vývoje obchodování s dluhopisy na českém kapitálovém trhu v porovnání se slovenským, polským a maďarským trhem. Jak již bylo popsáno v úvodu, tato analýza byla zúžena pouze na komparaci burz cenných papírů vybraných zemí. Pro účely komparace byly objemy obchodů s dluhopisy přepočteny na společnou měnu Euro. Z analýzy vývoje obchodování s dluhopisy je vidět, že nejrozvinutějším trhem s dluhopisy disponuje pražská burza, neboť po celé sledované období vykazovala nejvyšší objemy obchodů s dluhopisy. Výjimkou byl pouze rok 2005 a 2006, kdy se na prvním místě v objemu obchodování s dluhopisy umístila bratislavská burza. V posledních letech však zájem investorů o dlužné cenné papíry na těchto dvou burzách slábne. Nejméně atraktivními trhy s dluhopisy jsou trhy na varšavské a budapešťské burze, jejichž objemy obchodování s dluhopisy se zdají zanedbatelnými oproti dvěma předcházejícím burzám. Měřeno objemem obchodů v EUR za celé sledované období bylo na Burze cenných papírů Praha uskutečněno o 13% více obchodů s dluhopisy než na bratislavské burze a přibližně o 95% více obchodů s dluhopisy než na varšavské a budapešťské burze. Nejvíce obchodů na všech čtyřech burzách bylo ve sledovaném období provedeno především s emisemi státních dluhopisů.

Součástí osmé kapitoly je i srovnání ročních výnosů státních dluhopisů ve vybraných zemích. Zde jsem se pokusila porovnat jakých výnosů může český investor dosáhnout při investici do státních dluhopisů vybraných zemí. Při této komparaci jsem došla k závěru, že nejvyšších výnosů může český investor mající zájem o státní dluhopisy dosáhnout v Maďarsku.

10 Summary

Themes my diploma is „Bonds trading on the capital market in the Czech Republic“. In introductory part of my thesis I deal with theoretic summary and functioning of capital market, regulation and supervision of capital market and individual subjects acting in this market. In more detail I deal with describing the Prague Stock Exchange and company RM-System. I further define conception the bond and I describe long bonds, theirs basic kinds and conceptions used in the bonds. I also allude to series of different kinds of the bonds, that the offer on the international markets. Next part of my thesis is aimed to describe the development of the Czech market of bonds. I analyze the development of bonds trading in the last of several years on the regulated markets and the OTC-markets in the Czech Republic. In the close of my thesis I analyze the development of bonds trading on the Czech market of bonds in comparasion with Slovakian, Polish and Hungarian markets. This analysis was take in on comparision of the Stock Exchange of chosen countries.

Key words: capital market, regulated market, OTC (Over The Counter) market, Stock Exchange, government bond, mortgage bond, bank bond, corporate bond, municipal bond.

Shrnutí:

Tématem mé diplomové práce je „Obchodování s dluhopisy na kapitálovém trhu v České republice“. V úvodní části mé práce se zabývám teoretickým přehledem a fungováním kapitálového trhu v České republice, regulací a dozorem nad kapitálovým trhem a jednotlivými subjekty působícími na tomto trhu. Detailněji se zabývám popisem Burzy cenných papírů Praha a společností RM-System. Dále definuji pojem dluhopis a charakterizuji dlouhodobé dluhopisy, jejich základní druhy a pojmy používané u dluhopisů. Zmiňuji se také o řadě různých druhů dluhopisů, které se vyskytují na světových trzích. Další část práce je zaměřena popisu vývoje českého dluhopisového trhu. Analyzuji vývoj obchodování s dluhopisy v posledních několika letech na regulovaných trzích a mimo regulované trhy v České republice. V závěru práce analyzuji vývoj obchodování s dluhopisy na českém kapitálovém trhu v porovnání se slovenským, polským a maďarským trhem. Tato analýza byla zúžena pouze na komparaci burz cenných papírů vybraných zemí.

Klíčová slova: kapitálový trh, regulovaný trh, neregulovaný trh, Burza cenných papírů, státní dluhopis, hypoteční zástavní list, bankovní dluhopis, podnikový dluhopis, komunální dluhopis.

11 Seznam použité literatury

Burzovní trhy. [On-line]. Burza cenných papírů Praha, 2008. Dostupné z: <http://bcpp.cz/Cenne-papiry/Trhy-cennych-Papiru>.

Burzovní trhy. [On-line]. Burza cenných papírů v Bratislavě, 2008. Dostupné z: http://www.bcpb.sk/Content/SK/Burza/burzove_pravidla.lst/Uvod_ustanovenia_prijimanie%20OCP_od050108.pdf.

Burzovní trhy. [On-line]. Burza cenných papírů v Bratislavě, 2008. Dostupné z: http://www.bcpb.sk/Obchodovanie/Typy_obchodov.htm.

CVRČEK, M. *Ministerstvo financí dnes draží 50 leté dluhopisy.* [On-line]. Ekonomické zpravodajství, 2008. [cit. 21. 11. 2007]. Dostupné z: <http://ekonomika.ihned.cz/c1-22464640-ministerstvo-financi-dnes-drazi-50lete-dluhopisy>.

ČÁMSKÝ, F. *Fungování burzy s cennými papíry v ČR, Maďarsku a Polsku.* [On-line]. Dostupné z : <http://www.derivat.sk/index.php?PageID=7&SearchString=Camsky>.

DUSPIVA, P., TETŘEVOVÁ, L. *Kapitálové trhy pro kombinovanou formu studia.* Pardubice: Fakulta ekonomicko-správní, 2006. 185 s. ISBN 80-7194-896-9.

DVOŘÁKOVÁ, A. *Trh dluhopisů v České republice.* Disertační práce. [On-line]. Praha: Univerzita Karlova, Fakulta sociální věd, 2003. Dostupné z: <http://ies.fsv.cuni.cz/work/index/show/id/57/lang/cs>.

NÝVLTOVÁ, R., REŽŇÁKOVÁ, M. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování.* Praha: Grada Publishing, 2007. 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1.

PAVLÁT, V., KUBÍČEK, A. *Regulace a dozor nad kapitálovými trhy*. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2004. 229 s. ISBN 80-86754-13-8.

PŘIKRYL, M. *Komparace kapitálových trhů České republiky, Slovenské republiky, Polska a Maďarska za posledních 10 let*. Diplomová práce. [On-line]. Praha: Masarykova univerzita, Ekonomicko-správní fakulta, 2006. Dostupné z: http://is.muni.cz./th/63002/esf_m/Kapitalové_trhy_V4.txt.

REJNUŠ, O. *Peněžní ekonomie: (finanční trhy)*. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2006. 258 s. ISBN 80-214-3235-7.

ROSE, P. S. *Peněžní a kapitálové trhy: finanční systém ve stále globálnější ekonomice*. Praha: Victoria Publishing, [199-]. 1014s. ISBN 80-85605-52-X.

STEIGAUFG, S. *Investiční matematika*. Praha: Grada Publishing, 1999. 335s. ISBN 80-7169-429-0.

Systém vypořádání. [On-line]. UNIVYC a. s., 2008. Dostupné z: <http://www.univyc.cz/cz/vyporadani/vyporadani.htm>.

VESELÁ, J. *Burzy a burzovní obchody: výchozí texty ke studiu*. Praha: Oeconomica, 2005. 190s. ISBN 80-245-0939-3.

VÍŠKOVÁ, R. *Finanční trhy: studijní texty pro kombinované studium*. České Budějovice: Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích, Zemědělská fakulta, 2004. 35s.

Zpráva o řízení státního dluhu za rok 2005, 2006 a 2007. [On-line]. Ministerstvo financí České republiky, 2008. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz>.

Zpráva o situace na českém kapitálovém trhu 2005. [On-line]. Česká národní banka, 2008. Dostupné z: <http://www.cnb.cz>.

Zpráva o výkonu dohledu nad finančním trhem 2006 a 2007. [On-line]. Česká národní banka, 2008. Dostupné z: <http://www.cnb.cz>.

Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2006. [On-line]. Česká národní banka, 2008. Dostupné z: <http://www.cnb.cz>.

Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování

Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech

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

<http://www.bcpp.cz>

<http://www.bcpb.sk>

<http://www.bse.hu>

<http://cnb.cz>

<http://www.gwp.pl>

<http://mfcr.cz>

<http://www.rmsystem.cz>

<http://www.univyc.cz>