VYSOKÁ ŠKOLA EVROPSKÝCH A REGIONÁLNÍCH STUDIÍ, O. P. S., ČESKÉ BUDĚJOVICE

BAKALÁŘSKÁ PRÁCE

KAPITÁLOVÉ TRHY Z ASPEKTU FINANČNÍ KRIMINALITY

Autor práce: Tomáš Macháček

Studijní obor: Bezpečnostně právní činnost

Forma studia: Prezenční

Vedoucí práce: Ing. Robert Zeman, PhD.

Katedra: Katedra právních oborů a bezpečnostních studií

2011

Prohlašuji, že jsem bakalářskou práci vypracoval samostatně, na základě vlastních zjištění a s použitím odborné literatury a materiálů uvedených v této práci.

Souhlasím, aby práce byla uložena v knihovně Vysoké školy evropských a regionálních studií v Českých Budějovicích a zpřístupněna v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb. v platném znění.

.....

Velice děkuji vedoucímu bakalářské práce Ing. Robertovi Zemanovi, PhD. za cenné rady, připomínky a metodické vedení práce.

ABSTRAKT

MACHÁČEK, T. *Kapitálové trhy z aspektu finanční kriminality: bakalářská práce*. České Budějovice: Vysoká škola evropských a regionálních studií, o. p. s., 2011. 62 s. Vedoucí bakalářské práce:
Ing. Robert Zeman, PhD.

Klíčová slova: Kapitálový trh, finanční kriminalita, investování, podvody

Tato práce pojednává o kapitálových trzích v souvislosti s finanční kriminalitou. V teoretické části je rozebírána historie, základní pojmy a segmentace trhu. Rozebírány a definovány jsou také finanční nástroje, se kterými se na kapitálovém trhu můžeme setkat. V praktické části se tato práce věnuje investování, a to především z hlediska investičních strategií a investičních rizik. Dále práce přechází k finanční kriminalitě a k nekalým praktikám vyskytujícím se na kapitálovém trhu. Podvodné a nemorální chování některých subjektů je podloženo konkrétními kauzami.

ABSTRAKT

MACHÁČEK, T. *Kapitálové trhy z aspektu finanční kriminality: bakalářská práce*. České Budějovice: Vysoká škola evropských a regionálních studií, o. p. s., 2011. 62 s. Vedoucí bakalářské práce:
Ing. Robert Zeman, PhD.

Key words: Capital markets, financial criminality, investment, cheats

This bachelor thesis deals with capital markets in connection with financial criminality. In the theoretical part there is analyzed history, the basic terms and the segments of Capital markets. In this part there are also described and defined financial instruments, which can we use. The practical part is especially dedicated to investment as far as the investment strategy and investment threats concerned. Afterwards the thesis deals with financial criminality and unfair trading on capital market. Cheating and immorality are described on concrete cases.

Obsah

Úvod 6
1 Historie kapitálových trhů 8
1.1 Kapitálové trhy ve středověku 8
1.2 Kapitálové trhy v novověku 9
1.3 Burzovní rozmach a předmět obchodů 10
1.4 Období kapitálového trhu před 1. světovou válkou 12
1.5 1. světová válka a její důsledky 12
1.6 Kapitálové trhy v období 2. světové války 13
1.7 Poválečný vývoj kapitálového trhu 14
2 Základní pojmy a dělení kapitálového trhu 16
2.1 Trh primární a sekundární 16
2.2 Dělení trhu dle organizace 17
2.3 Dělení trhu dle vztahu mezi subjekty 18
2.4 Dělení trhu dle teritoriálního hlediska 19
3 Finanční nástroje na kapitálovém trhu 20
3.1 Akcie 20
3.1.1 Akcie kmenové a prioritní 21
3.1.2 Akcie na jméno a majitele 21
3.1.3 Akciové burzy 22
3.2 Dluhopisy 24
3.2.1 Dělení dluhopisů 24
3.3 Deriváty 25
3.3.1 Hazardní hra zvaná spekulace 25
3.3.2 Forward 27
3.3.3 Futures 28
3.3.4 Swapy 28
3.3.5 Opce 28
4 Investování na kapitálovém trhu 29
4.1 Investiční strategie 29
4.1.1 Druhy investičních strategií 30

4.2 Teorie portfolia a diverzifikace rizik 32
4.3 Druhy investorů 33
4.4 Finanční rizika při investování 34
4.4.1 Druhy finančních rizik 34
4.5 Kam tedy investovat? 35
4.5.1 Investiční fondy 36
4.6 Legislativa a dozor nad kapitálovým trhem v České republice 37
4.6.1 Zákonné normy 37
4.6.2 Dozor nad kapitálovým trhem 38
5 Finanční kriminalita na kapitálovém trhu 39
5.1 Korupce 39
5.2 Podvody ve finančních institucích 40
5.3 Podvody makléřů a analytiků 41
5.4 Falešné společnosti, účetní a daňové podvody 41
6 Vybrané kauzy 43
6.1 Kauza Jeana-Claude Tricheta 43
6.2 Kauza Bohumila Stádníka a Bohumíra Czerneka 44
6.3 Kauza Steven Karvellas 45
6.4 Kauza Jamese Hipwella a Anila Bhoyrula 46
6.5 Účetní skandál v Enronu 46
6.6 Global Crossing 48
6.7 Tunelování investičních fondů a Viktor Kožený 49
6.8 Bernard Madoff a jeho pyramida 51
Závěr 53
Literatura a internetové zdroje 55
Literatura: 55
Internetové zdroje: 56
Seznam zkratek: 58
Seznam příloh: 59

Úvod

V současné době je dění na kapitálovém trhu jedno z nejdiskutovanějších ekonomických témat. Rok 2008 nám všem jasně ukázal, jak moc důležité dění na těchto trzích opravdu je. Obrovské turbulence otřásly snad všemi největšími ekonomikami světa. Cílem této práce není hledat viníka, či analyzovat důvody tohoto historicky největšího poklesu ekonomiky od dob třicátých let, nýbrž podat jasné a zřetelné informace o funkčnosti trhu. Zhroucení trhu není chyba pouze subjektů, jakými jsou banky, brokeři, makléři a investiční společnosti. Pokud budeme chápat obchod na kapitálovém trhu jako přesun volných finančních prostředků od přebytkové k deficitní jednotce, dojdeme k závěru, že chyba je i v nás-obyčejných investorech. Byli jsme to my všichni, kteří přistoupili na hru bankéřů v honbě za vysokým ziskem. Byli to právě obyčejní lidé, kteří hltali nové a nové peníze v podobě finančních produktů, na které neexistovalo žádné krytí.

O příčinách vzniku krize toho bylo již mnoho napsáno. O pravých důvodech se přou stovky profesionálů, a proto není cílem této práce se do této diskuze zapojovat. Jak pravil Aristoteles: „pochop věc a slova následují“. Rád bych tento výrok pozměnil v trochu modernějším smyslu: pochop věc a činy následují. Podle mého názoru je tedy nutné celý tento velice složitý systém alespoň z části pochopit a nespoléhat se na klamná doporučení makléřů či analytiků. Makléři sice zajišťují likviditu, a tím udržují kapitálový trh v chodu, ale zároveň jsou tyto subjekty zainteresovány pouze na obratu, na tom, aby se peníze „otáčely“, nikoliv na zisku svého klienta. Existují studie, které potvrzují, že prognózy makléřských firem jsou pravdivé pouze z poloviny. Pravdou je, že vývoj trhu opravdu nelze předpovídat. Nikdo nemá křišťálovou kouli a veškeré spekulace jsou do jisté míry hazardní hrou. Přesto ale existují lidé, kteří na kapitálovém trhu vydělávají pohádkové peníze. Proč? I na tuto otázku se pokusím ve své práci najít odpověď.

Téma této práce je velmi obsáhlé, a proto je nutné jej rozdělit na několik dílčích podtémat a ta analyzovat systematicky. V prvních kapitolách této práce se budeme věnovat historii trhu. Podoba kapitálového trhu byla v dobách svého začátku velmi prozaická a transparentní. Jednalo se ve své podstatě ryze o střet poptávky a nabídky. Po osvětlení historických kořenů kapitálového trhu uvedeme veškeré potřebné informace, které budou přecházet k dnešní, mnohem komplexnější a složitější, podobě. Dále

budeme definovat pojem kapitálové trhy a současně rozlišovat trh kapitálový od trhu finančního a komoditního. Popsány budou burzy, subjekty a struktura trhu a investiční nástroje. Velká část bude věnována samotnému investování, investičním strategiím, investičním principům, ale také investičním rizikům. V souvislosti s investováním budou také rozebírány zákonné normy, v našem případě zákon o podnikání na kapitálovém trhu z roku 2004. Bude řešen dozor nad kapitálovým trhem, případy podvodů, korupce a tunelování, které budou demonstrovány na konkrétních kauzách. Právě této části bude věnován velký prostor, jelikož seznámení se s existencí velmi rozšířených a rozmanitých nezákonných praktik může ochránit investorova od zbytečného promrhání kapitálu v důsledku nelegálního zneužití.

Z hlediska praktického využití může být tato práce použita jako studijní materiál pro samostudium kapitálových trhů nebo jako jakési „kapitálové trhy v kostce“, které mohou být využity zájemci o problematiku investování.

1 Historie kapitálových trhů

Kapitálové trhy, jak je známe dnes, jsou výsledkem dlouhodobého vývoje, který probíhal po několik staletí. Periodizace vývoje byla určována mnoha faktory a nelze ji pojmout globálně. Hlavním ukazatelem vyspělosti trhů byly a jsou politické, vojenské a sociálně-kulturní události. V této kapitole se budeme věnovat historii kapitálových trhů a zároveň se budeme snažit zachytit změny, které svou důležitostí ovlivnily dnešní podobu trhů.

Touha po penězích, majetku a bohatství není symbolem pouze pro novodobé dějiny. První druh obchodu se datuje již v období pravěku, jeho podstatou byla směna jedné komodity za druhou. Obchodování bylo vždy odrazem uspokojení potřeb člověka. Základním pudem pravěkého člověka bylo přežití, tudíž předmětem směny byly zákonitě potraviny. S postupným rozvojem řemesel a rostoucí specializací výroby bylo zapotřebí vymyslet cosi důmyslnějšího. A proto okolo roku 2000 př.nl. vzniká v Babylonské říši první obchodní zákoník, který upravuje, sice velmi primitivně, práva a povinnosti nákupčího a prodávajícího. Nositelem hodnot se stávají peníze, lidé znají půjčky, úroky a splátky.[1]

1.1 Kapitálové trhy ve středověku

Ve středověku se veškeré dění na kapitálových trzích týkalo burzy. Název burza je spojen s bohatým bankéřem Van der Buerse z belgického města Bruggy, před jehož domem se pravidelně scházeli nejvýznamnější obchodníci Evropy. Tato burza vznikla roku 1409 a byla následovaná burzou v Antverpách roku 1460 a burzou Lyonskou roku 1462.[2]

Středověká organizace byla značně primitivní. Setkání obchodníků se pořádalo na základě dohody a samotná burza byla neformální a neorganizovaná. Zpočátku se obchody realizovaly výměnou zboží za zboží, koncem středověku se obchodovalo

[1] *Dejepis.com* [online]. 2010 [cit. 2010-12-09]. Starověké státy. Dostupné z WWW: <http://www.dejepis.com/index.php?page=000&kap=003&pod=2>.

[2] Slovo „burza“ pochází z latinského „bursa“, což znamená kožený měšec.

pomocí směnek. Známy jsou již ale také instrumenty vzdáleně podobající se dnešním obligacím. Burzovní spekulace probíhaly pod širým nebem a obchodníci se navzájem neznali. Z důvodu absence subjektů, které by trh organizovaly a regulovaly, se dá říci, že první burzy byly v podstatě veřejné aukce. Právě snadný přístup neznámých (tím pádem i často nesolventních) obchodníků byl podnětem k přesunu obchodování do zvláštních budov k tomu určených. Tím se zúžil okruh osob, které tam měly přístup. Do těchto budov směli vstupovat pouze členové, kteří zaplatili finanční příspěvek. Tímto krokem začala pomalu vznikat racionální pravidla obchodování na burze. O tato pravidla se staraly burzovní spolky, které fungovaly jako podniky. Zaznamenávaly ceny a kurzy a stanovovaly obchodní podmínky. Také rozhodovaly o tom, kdo se smí a kdo se nesmí obchodování účastnit.

Státní moc zpravidla do činnosti burz nijak nezasahovala, v některých státech byla její existence pouze potvrzena panovníkem, jako například roku 1549 francouzským králem, který svým paktem uznal existenci burzy v Antverpách.[3] Legislativa v oblasti burzy a kapitálových trhů vznikla až mnohem později-v 19. století.

1.2 Kapitálové trhy v novověku

Novodobé kapitálové trhy vznikají na základě nových geografických objevů, zejména zámořských objevů a koloniálních výbojů, které s sebou nesly potřebu financování dovozu zboží a jeho dopravy. Vyvinuly se proto nové finanční instrumenty, častěji byly využívány úvěry, směnky a různé druhy dlužních úpisů. Vyspělost trhu byla přímo závislá na lokalitě a ekonomické situaci země. V 19. století se středisko obchodů přesunulo z Itálie do Holandska a do Anglie, která se stává jednoznačně nejvýznamnějším a největším centrem v oblasti úvěrů, obchodování s měnami a cennými papíry. Londýn se stává pověstný svou stabilní, volně směnitelnou měnou, fungujícími bankami, dobově dokonalým úvěrovým trhem a výbornými technikami finančních operací. Vysoké úrokové míry a prestiž londýnského kapitálového trhu přivedla do Anglie mnoho investorů a s nimi i finanční prostředky, díky nimž se Velká Británie stala největším reexportérem cizího kapitálu v Evropě.

Aby se trhy mohly posunout dále ve vývoji, bylo zapotřebí jejich propojení. Národní trhy byly z důvodu neefektivní komunikace značně izolované. Přesun

[3] JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*., Praha, 2009, s. 119.

informací mezi obchodníky a finančníky byl realizován pomocí korespondence přepravované posly. Problematika se získáváním informací, časové zpoždění, způsobené nedokonalou spojovací technikou i dopravou, ovlivňovalo způsob a intenzitu reakce na různé události, což vedlo ke zvýšené nejistotě a větším finančním rizikům. Tento stav trval až do vynálezu telegrafu. Počátkem 19. stol se začaly rozmáhat mezinárodní půjčky, čímž se formovaly nové trhy - mezinárodní kapitálové trhy. Z tohoto důvodu vznikly první bankovní syndikáty, ve kterých působily nejvlivnější a nejlépe kapitálově vybavení bankéři. Jedním z největších konsorcií v 19. století se stalo tzv. Rotschildovo konsorcium, které bylo vlastníkem většiny bank po celé Evropě. Mezinárodní půjčky byly doménou především veřejného sektoru, tedy vlád jednotlivých států. Až koncem 19. století začíná nabývat na významu financování soukromých projektů. V této době vznikají nové a nové akciové společnosti, které za účelem uspokojení poptávky rozšiřují svojí činnost či výrobu. Tento proces úzce souvisí s navýšením tržní kapitalizace a častějším využíváním úvěrových transakcí. Cenné papíry, spojené s těmito úvěrovými transakcemi, se často stávaly předmětem burzovních i mimoburzovních obchodů, a tím podporovaly rozvoj kapitálových trhů.

1.3 Burzovní rozmach a předmět obchodů

Díky průmyslové revoluci a rozvoji kapitalismu se dá 19. století považovat za století největšího rozmachu a vývoje burz. Roku 1792 vzniká v New Yorku burza na ulici Wall Street, na jejíž spodní části se nacházel platan, pod kterým se scházeli obchodníci, kteří svými podpisy vytvořily Buttonwoodskou (tj. Platanskou) dohodu. Tímto vznikla první Americká burza.[4]V Evropě vznikají burzy v Bruselu r. 1801, Milánu r. 1808, v Oslo r. 1819, v Římě r. 1821, v Madridu 1831, v Ženevě a ve Stockholmu r. 1863, v Budapešti r. 1864, v Praze r. 1871, v Basileji r. 1875, v Zurichu r. 1885, v Johanesburgu a jižní Africe r. 1887, v Asii, Tokiu a Osace r. 1878. V Indii vznikla první burza v Bombaji v 70. letech 19. století. V Rusku byla první zbožová burza otevřena v Petrohradě již v r. 1703, většina ruských burz vznikla až ke konci 19. století. K roku 1914 existovalo v Rusku již 14 burz. Tento výčet obsahuje nejdůležitější evropská obchodní střediska. Trh se ovšem vyvíjel po celém světě a stával se čím dál

[4]*Www.wikipedia.org* [online]. 2011 [cit. 2010-15-12]. Wall Street. Dostupné z WWW: <http://cs.wikipedia.org/wiki/Wall_Street>.

propojenějším a komplikovanějším. Jako další burzy můžeme zmínit australské Sydney r. 1871, v Brisbane r. 1884, v Melbourne r. 1885, v Adelaide r. 1887. V Latinské Americe a na Novém Zélandu vznikají burzy až v poslední třetině 19. století.[5]

V souvislosti s burzovním boomem je potřeba zaměřit se na předmět obchodů, který se v průběhu vývoje značně lišil. Jak již bylo zmíněno, první obchody se týkaly zboží, jednalo se tedy o tzv. směnné obchody. Později se předmětem obchodu staly mince a směnky na tuzemskou a zahraniční měnu. Tyto burzy původně vznikly jako okrajový jev na trzích zboží, později se však osamostatnily a probíhaly i mimo dobu konání zbožové spekulace. Následně se tyto obchody rozšířily o obchodování se státními dluhopisy ve formě královských dluhopisů, dvorních dluhopisů a obligací. První zmínka o obchodování s akciemi jak je známe dnes, tedy s obchodováním podílu vlastnictví na určité společnosti, se datuje k roku 1602, kdy je Východoindická společnost vrhla na trh. O několik let později přišly na trh akcie Západoindické. Většího ekonomického významu nabyly emise akcií až v 19. století, do té doby byly hlavním obchodovaným instrumentem pevně zúročitelné dluhopisy či zástavní listy.[6]

Vývoj burz a kapitálového trhu byl také provázen různými burzovními podvody a skandály způsobenými přehnanou a neuváženou spekulací obchodníků, která později vždy vyústila v paniku. Z důvodu nedostatku informací a možná i nezkušenosti investorů docházelo k nesmyslným spekulacím na růst akcií bez ohledu na skutečnost reálné hodnoty. Toto vše poskytovalo ideální podhoubí pro přímé podvody. Z historie si připomeňme tzv. Tulipánový krach v Holandsku či „Jihomořskou bublinu“. Citlivost na rozbujelé spekulace a náchylnost vzniku akciových bublin měla za následek nutnost vytvoření závazných a právem vymahatelných zákonů regulujících burzovní obchody. A tak roku 1883 vzniká v Belgii první burzovní zákonodárství, následované německým burzovním zákonem roku 1889. Ve Spojených státech amerických byly právní předpisy týkající se burzovních obchodů s cennými papíry vydány až v době světové hospodářské krize v 30. letech minulého století. Jednalo se o Security Act a o Security Exchange Act z let 1933 a 1934.[7]

---

[5]PAVLÁT, V. *Kapitálové trhy*. Praha, 2003, s. 56.

[6] ROSE, P.S. *Peněžní a kapitálové trhy*, Praha, 2009, s. 236-245

[7] VOLEJNÍKOVÁ, J. *Korupce v ekonomické teorii a praxi,* Praha 2008, s. 191-199.

1.4 Období kapitálového trhu před 1. světovou válkou

Vznikem norem upravující kapitálové trhy se pomalu dostáváme z epochy předmonopolního kapitalismu k monopolnímu, ve kterém dochází k velkému rozvoji trhu s cennými papíry. Vznikají, a čím dál častěji se využívají nové finanční nástroje a instituce. Trh se stává komplexnějším a díky volné konkurenci i dynamičtějším. Mezinárodní pohyby kapitálu byly snadné díky směnitelnosti měny za zlato. Kapitál proudil ze státu do státu a usazoval se tam, kde mohl dosáhnout největšího zhodnocení. Právě existence zlatého standardu, tedy volné směnitelnosti měny za zlato, mělo za následek vcelku bezproblémově fungující mechanismus kapitálového trhu. V tomto období (tedy v období před 1. světovou válkou) se značně zvýšil počet emisí akcií vydávaných soukromými akciovými společnostmi. Nově vznikla ve Velké Británii instituce uzavřeného investičního fondu, který investoval peníze svých věřitelů, resp. akcionářů do 17 různých dlouhodobých dluhopisů kótovaných na Londýnské burze. Podíváme-li se za oceán, také tam vzniká nová, dodnes využívaná a velmi důležitá instituce regulující bankovní a úvěrový systém, a sice FED (Federal Reserve System). Tento institut zahrnoval 12 bank spravující rezervy v 12 oblastech Spojených států. Hlavní činností FED bylo vykonávat monetární politiku, v případě USA se jednalo o snížení rezerv měnového zlata na polovinu, což neznamenalo jen značnou úsporu rezerv, ale také zvýšení možnosti poskytování úvěrů. Díky centralizaci rezerv se USA posouvají na čtvrté místo nejvýznamnějších finančních center světa.

1.5 1. světová válka a její důsledky

Nyní se dostáváme do 20 století, kdy kapitálový trh zažívá největší otřesy ve své historii.[8] Propuknutím 1. světové války zažil národní i mezinárodní kapitálový trh velké turbulence a propady. Padl měnový standard zlaté mince, inflace dosáhla rekordních rozměrů, astronomické zadlužení států de facto rozvrátilo úvěrový systém a činnost burz. Potřeba financování války (zejména financování zbrojení) vedla válčící země k rozprodání svých investic a následnému hlubokému ekonomickému propadu. Hyperinflace způsobila měnový chaos a vedla k zavedení různých radikálních omezení.

[8] Pomineme-li rok 2008, který svým rozsahem předčil tyto události.

Jedinou zemí, které válka přinesla prospěch, byly Spojené státy, které se v meziválečném období staly velkým mezinárodním věřitelem. Po uzavření mírové dohody bylo zapotřebí co nejrychlejší jednání vedoucí ke stabilizaci trhů a světových ekonomik. Roku 1922 se proto v Janově konala konference, jejímž základním pilířem byla snaha o znovuobnovení zlatého standardu, vyrovnání státních rozpočtů a obnovu volného mezinárodního pohybu kapitálu. Eminentní zájem na stabilizaci měla pochopitelně Velká Británie, která ztratila své prvenství na trhu. Rozhodla se proto uplatnit úrokové sazby pohybující se mezi 1-1,5 %, čímž přilákala americký kapitál do Evropy.

Byla to právě Amerika, jediná země ekonomicky nepostižená 1. světovou válkou, která přistoupila k poskytování finanční pomoci evropským státům, především Německu, kterému odpustila část válečných dluhů. Trh se ale nehojil zdaleka tak rychle, jak si centrální mocnosti představovaly. Opětovné zavedení měnového standardu sice z části obnovilo fungování mezinárodního trhu, ale zároveň způsobilo dezintegraci mezinárodního styku na různé měnové bloky, což způsobilo řadu překážek při vypořádávání obchodů mezi subjekty různých měnových bloků a oblastí. Nejistota a chaos vyústili v tzv. „černé pondělí“, které mělo za následek velký burzovní krach na Wall Streetu v roce 1929. Tento krach znamenal počátek světové hospodářské krize mezi léty 1929-1933, ze které se trh až do vypuknutí druhé světové války nedokázal vzpamatovat.[9]

V této době nabývala panika neuvěřitelných rozměrů. V jeden den bylo například prodáno 16 milionu akcií za ceny, které byl ochoten zaplatit jakýkoliv zájemce. V tomto okamžiku vstupoval do hry stát, který zavedl striktní omezení kapitálových pohybů. Americký kongres zakázal nakupování obligací zadlužených zemí, rovněž byla provedena devalvace měny.

1.6 Kapitálové trhy v období 2. světové války

Plánované oživení ekonomiky a trhů ovšem narušilo vypuknutí druhé světové války. Hlavní funkcí kapitálového trhu v tomto období, stejně jako v první světové válce, bylo financování nákladů válečné „mašinerie“. Úlohy věřitele se ujaly opět Spojené státy, které půjčovaly finanční prostředky enormně zadlužené Evropě.

[9] PAVLÁT,V. *Kapitálové trhy*. Praha, 2003, s. 35-42

Odhaduje se, že USA financovaly až 60 % celkových nákladů války. V důsledku světové války se na kapitálovém trhu vytvořila situace chronického nedostatku kapitálu, která vytvořila obrovský hlad po penězích. Ztráty a škody ovšem nešlo pokrýt ze soukromých zdrojů, ani na základě běžných obchodních podmínek. Hlavním předpokladem pro obnovu ekonomiky bylo vytvoření stabilnějšího měnového a platebního sytému. Za tímto účelem byla svolána mezinárodní konference do Bretton Woods v New Jersey. Pilířem této konference bylo vytvoření vazby zahraničních měn na americký dolar a zlato.[10] Tento systém měl zabránit opakování chyb, ke kterým došlo v období po 1. světové válce. Bezprostředním problémem se ale ukázal být akutní nedostatek dolarů, který byl způsoben neschopností evropských států dovážet do USA tolik zboží, aby vyrovnaly svou obchodní bilanci. USA však měly velký zájem na odbytu svých výrobků do Evropy, docházelo proto ze strany Spojených států k velkým půjčkám, což znamenalo razantní odliv kapitálu. USA pomocí půjček a darů profinancovaly dvě třetiny svého exportu. Řešení tohoto problému bylo v liberalizaci obchodní politiky, tím USA neohrozily své dominantní postavení ve vývozu a zároveň eliminovaly dolarový deficit.

1.7 Poválečný vývoj kapitálového trhu

Pojďme se nyní přesunout do Evropy, kde vzniká nejvýznamnější poválečná změna - vznik Eurotrhu. Základy tohoto evropského trhu byly položeny v souvislosti s politickými změnami. Socialistické státy pod diktátem SSSR začaly převádět svá dolarová aktiva z amerických bank do Evropy v obavě, že dojde k případnému zablokování ze strany USA. Charakteristický rys Eurotrhu byly nové finanční instrumenty jako například euroobligace a eurosměnky. Trh se vyznačoval také tím, že nebyl nijak regulovaný. Cenné papíry emitované a obchodované na tomto trhu zněly výhradně na majitele, neboť subjekty vstupující na tento trh si chtěly zachovat anonymitu.

Na počátku 70. let dochází k stále větší liberalizaci a deregulaci kapitálových a burzovních trhů. K zásadním změnám dochází v oblasti měnového sytému. V roce 1976

[10] Výsledkem této konference bylo také vytvoření dvou mezinárodních institucí: IMF - Mezinárodní měnový fond (International Monetary Fund) a IBDR - Mezinárodní banka pro rekonstrukci a rozvoj (International Bank for Reconctruction and Development).

došlo k uzavření Kingstonské dohody, která znamenala zrušení brettonwoodských zásad. Nastal hromadný přechod k systému pohyblivých měnových kurzů (tzv. floating). Pohyblivý měnový kurz je takový měnový kurz, který nemá pevně stanovenou paritu.[11] Rozkolísání měnových kurzů s sebou neslo samozřejmě určitá rizika, která bylo nutno řešit používáním nových nástrojů, jakými jsou měnové opce, futures a swapy.[12]

Velkého významu nabylo užívání euroobligací, které pomohlo obchodním společnostem v získávání levnějšího kapitálu, než nabízely banky. Odklon od klasických bankovních půjček vedl k oslabení bankovních syndikátů a poklesu jejich zisků. Samy banky tak začaly emitovat eurosměnky, které zvýšily jejich likviditu[13]. V 80 letech došlo k další významné změně v podobě vzniku počítačové techniky, která umožnila propojení největších světových burz. Počítačová podpora značně přispěla ke globalizaci trhů, rychlému přenosu informací a vypořádání obchodů. Dále docházelo k připojení malých regionálních burz k velkým národním. Tyto fúze měly za následek zvýšení kapitálového vybavení „centrálních" burz, a tím i větší likviditu. Velký rozmach kapitálových trhů přinesla až 90. léta 20. století. Významným faktorem bylo ukončení studené války a formování nových demokratických států s otevřenou ekonomikou. Charakteristickým rysem tohoto období byla liberalizace světových trhů a značný růst objemu obchodů s cennými papíry[14]. V důsledku vzniku a využívání nových finančních nástrojů, k nimž patří finanční deriváty, docházelo k výrazné segmentaci kapitálových trhů. Nové burzy s sebou nesly nutnost vzniku nových institucí, organizací a podnikových subjektů.

Dostáváme se tedy k podobě kapitálových trhů, jak je známe dnes. Stále se vyvíjející počítačová technologie umožňuje nové metody obchodování. Přejděme proto k dalším kapitolám této práce, ve kterých bude kapitálový trh definován, popsány budou subjekty trhu, dělení, předměty obchodů aj.

---

[11] Měnová parita je poměr měnové jednotky ke zlatu nebo k jiné měně směnitelné za zlato stanovený právním předpisem, resp. „zlatý obsah měnové jednotky (tj. určení hmotnosti zlata, která má měnová jednotka vyjadřovat).

[12] Opce, futures a swapy jsou takzvané finanční deriváty, kterým se budeme věnovat v následujících kapitolách.

[13] Vstoupení bank na trh směnek se nazývá sekuratizace, tj. převedení části aktiv do podoby likvidních cenných papírů.

[14] Například USA v roce 1996 reprezentují u akcií 52% celkové kapitalizace světových akciových trhů.

2 Základní pojmy a dělení kapitálového trhu

Základním pilířem k pochopení kapitálového trhu je jeho jasné definování. A to jak v jeho komplexnosti, tak i ve všech subsystémech, které jsou segmentu kapitálového trhu z hlediska vztahové hierarchie nadřazeny a podřazeny. Tyto subsystémy se vzájemně existenčně podmiňují, ovlivňují a doplňují. Pokud jeden subsystém špatně funguje nebo nefunguje vůbec, zákonitě ovlivní všechny další a následně potom celý systém jako takový.

Kapitálový trh je subsystémem trhu finančního, který můžeme definovat v širším a užším slova smyslu. Na finančním trhu se setkáváme s mnoha subjekty emitujícími rozmanitou škálu finančních instrumentů, proto je finanční trh rozdělen v širším slova smyslu na tři základní segmenty, a sice na trh peněžní, trh úvěrový a trh kapitálový. V užším slova smyslu potom na trh s cennými papíry (tj. kapitálový trh) a na tu část peněžního trhu, na kterém se obchodují krátkodobé cenné papíry.[15] Trh kapitálový a trh peněžní je laiky často zaměňován, či spojován dohromady. Hlavním rozdílem je v době splatnosti emitovaných a obchodovaných cenných papírů, kde doba splatnosti cenných papírů obchodovaných na peněžním trhu je zpravidla kratší než jeden rok. Nutno podotknout, že v důsledku inovací dochází k odstraňování rozdílů peněžního a kapitálového trhu, a tudíž k následnému poklesu významu tohoto segmentačního kritéria.

2.1 Trh primární a sekundární

Nyní, když jsme definovali kapitálová trh v systému finančního trhu, můžeme tento trh dále rozdělit podle několika faktorů. Podle charakteru obchodování s cennými papíry je možno trh rozdělit na primární a sekundární. Primární trh se dá považovat za rozhodující složku trhu s cennými papíry. Právě zde se totiž naplňuje vlastní důvod existence trhu, a to alokace finančních prostředků od přebytkové jednotky k deficitní.

[15] JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování*, Praha 2009, s. 15-28.

Na primárním trhu se tedy setkávají emitenti a upisovatelé (investoři), tento druh obchodů se proto nazývá emisní obchod.[16]

Nejvíce známý a mezi lidmi nejvíce rozšířený je potom trh sekundární. Tento trh svými rysy připomíná obchodování se starými telefony či ojetými auty. Prodej nových telefonů přináší danému výrobci peníze. Poté, když se mobilní telefon dostane do bazaru, je sice dále předmětem obchodování, ale výrobci žádné peníze již nepřináší.[17]

Funkcí tohoto trhu je na základě poptávky a nabídky určit cenu finančního nástroje, která bude budoucí cenou další případné emise na primárním trhu. Svým charakterem je tedy sekundární trh trhem spekulačním. Záměrem není držet cenný papír do doby jeho splatnosti, nýbrž jeho zobchodování ve chvíli, kdy investor očekává kurzový pohyb. Kromě uplatňování práv vyplývajících z držení akcie (dividenda) dosahuje spekulant také kapitálového výnosu či ztráty, která je určena rozdílem tržní hodnoty cenného papíru.

2.2 Dělení trhu dle organizace

Dalším kritériem členění kapitálového trhu je míra jeho organizovanosti. Zde dělíme trh na organizovaný, respektive regulovaný a na neorganizovaný. Organizovaný trh se dále člení na burzovní a mimoburzovní. Přímo nebo nepřímo bývá organizace burzy upravena zákony a stát si většinou vyhrazuje uplatňování svého vlivu.[18] O zapojení státní moci do chodu burzovního sytému pomocí právních předpisů bude hovořeno v následujících kapitolách, které se týkají dozoru a regulace kapitálového trhu. Aby byla akcie společnosti kótovaná na určité akciové burze, musí splňovat velice přísná kritéria, jako je například dlouhodobá stabilita, dobré hospodářské výsledky, vysoká tržní kapitalizace aj. Mezi nejvýznamnější světové burzy patří samozřejmě burzy americké, na kterých se odehrává neskutečných 70% všech světových akciových operací.[19] Vysoké požadavky pro vstup na burzu, ale také velké náklady zahrnující

[16] ROSE, P.S. *Peněžní a kapitálové trhy,* Praha 2009, s. 109-115.

[17] Přesto, že akciovým společnostem sekundární trh žádné peníze nepřináší, tak toto obchodování podporují například zveřejňováním informací pro investory. Důvodem je vlastní reklama a zvýšení prestiže.

[18] VESELÁ, J. *Burzy a burzovní obchody*. Praha 2005, s. 39-48.

[19] Důvodem je americká legislativa, která podporuje investování osob do akcií. V USA je také zřízena instituce pro ochranu investorů - SIPC, která zaručuje, že jsou peníze u makléřské společnosti pojištěny až do výše 500 000 dolarů.

celou škálu různých poplatků vedlo k vytvoření takzvaného mimoburzovního trhu. Tento trh se snaží přizpůsobit rychle se měnící a rozvíjející světové ekonomice, ve které hlavním nositelem inovačních záměrů, a tím pádem také nositelem poptávky v obchodu s finančními přebytky, jsou malé a střední firmy. Tyto mladé firmy díky své krátké historii nejsou obvykle schopny splňovat striktní požadavky burzy a nejsou k obchodování vůbec připuštěny. Musejí tedy hledat požadované finanční zdroje na mimoburzovních trzích.[20] Kromě firem je tento trh také velmi výhodný pro investory. Na rozdíl od klasických velkých burz, kde se obchoduje jen několik hodin denně a kde se po skončení seance nedá s cennými papíry nijak manipulovat, nabízí mimoburzovní trh nepřetržité obchodování. Mimoburzovní trhy, často také nazývané OTC (over the counter markets), nabývají v posledních letech velkého významu a jejich svéráznost a různorodost přispívá k jejich oblibě. V Německu dokonce tvoří až 80% z celkových sekundárních obchodů. Stejně jako u jiných segmentů kapitálového trhu se v důsledku globalizace a technologického rozvoje postupně stírají rozdíly mezi burzovním a mimoburzovním trhem. Podle některých expertů bude tento trend pokračovat a v dohledné budoucnosti ztratí toto dělení opodstatnění. Dosud jediným organizátorem mimoburzovního trhu v České republice je RM-systém.

Forma neorganizovaného trhu se v dnešní v době vyskytuje jen zřídka a obchodování na tomto trhu se považuje za velice rizikové. Neexistuje zde žádný regulační orgán ani tvůrce trhu, tudíž likvidita není nijak zaručena. Tento trh je trhem dealerů, kteří stále kótují nové ceny akcií, za které jsou ochotni daný instrument koupit či prodat. Dealeři obchodují na svůj účet, tedy kupují a prodávají akcie ze své vlastní zásoby. Jako příklad můžeme uvést americký trh pink sheet, kde se obchoduje s takzvanými prašivými akciemi. Obvykle jsou to akcie krachujících společností či jiných, velmi rizikových firem, které nejsou připuštěny k žádnému jinému veřejnému obchodování.

2.3 Dělení trhu dle vztahu mezi subjekty

Kapitálový trh můžeme dále rozdělit podle formy vztahu mezi subjekty, které spolu obchodují, a to na obchody promptní a termínové (neboli na spotové a lhůtní). Na promptních trzích jsou akcie či jiné finanční instrumenty zobchodovány ihned. Jde tedy

[20] JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*. Praha 2009, s. 162-181

o skutečný nákup a prodej v reálném čase, proto jsou tyto obchody nazývány skutečné nebo efektivní. Protipólem jsou trhy termínové (forward markets). Tyto trhy jsou novější než promptní a obchodování na nich je mnohem složitější a vyžaduje značnou finanční gramotnost. Podstata těchto obchodů je v odhadování budoucích kurzů dané akcie či jiného finančního nástroje. Jedná se tedy o velmi rizikovou spekulaci, kde investor vstupuje do dlouhé čí krátké pozice.[21]Zaujmutí krátké pozice znamená spekulaci na pokles finančního aktiva a naopak. V souvislosti s vývojem tohoto trhu vznikly velmi sofistikované finanční nástroje, takzvané deriváty.[22] Tyto deriváty jsou odvozeny od bazických (podkladových) cenných papírů a ztělesňují právo či povinnost na koupi nebo prodej daného nástroje a to k předem stanovenému datu. Základními druhy derivátů jsou opce, futures, forvardy a swapy. Derivátům a jiným finančním nástrojům budou věnovány další kapitoly této práce.

2.4 Dělení trhu dle teritoriálního hlediska

Kapitálový trh můžeme také rozdělit podle teritoriálního hlediska a to na národní trh, zahraniční trh a eurotrh. Na národním trhu se obchoduje s emisemi tuzemských firem. Trh je regulován legislativou dané země a rovněž se zde obchoduje v domácí měně. Podmínky obchodování na zahraničním trhu podléhají mezinárodním stanovám. Tyto trhy nejsou zpravidla volně přístupné a jsou na nich velmi přísná omezení týkající se například omezení obchodů pouze na určité akcie. Na eurotrzích se obchoduje pouze v evropské měně. Příkladem zde mohou být trhy eurodluhopisů, které nepodléhají žádné centrální regulaci. I toto rozdělení bude v dohledné době bezpředmětné, neboť globalizace a vývoj informačních technologií zapříčiní fúzi jednotlivých trhů, jejichž výsledkem bude vznik jednoho velkého „globálního“ trhu.

[21] ROSE, P.S. *Peněžní a kapitálové trhy*, Praha, s. 700-715.

[22] JÍLEK, J. *Deriváty, hedžové fondy,offshorové společnosti*, Praha 2006, s.95-10.

3 Finanční nástroje na kapitálovém trhu

Nyní se dostáváme k poslednímu rozdělení kapitálového trhu, a to podle obchodovaných instrumentů. Nástrojem kapitálové trhu jsou především cenné papíry, jako například akcie, dluhopisy a podílové listy. Tyto finanční instrumenty jsou definovány zákony České republiky.[23] Podle názoru autora jsou tyto zákony poněkud matoucí a zavádějící. V souvislosti s nástroji kapitálového trhu vzniká řada otázek a nejasností, na které lze jen stěží najít odpověď. Například směnka, cenný papír, který je svým charakterem jasně zařazen do segmentu peněžního trhu, avšak může být vystaven se splatností delší než jeden rok. Lze tedy považovat směnku na nástroj kapitálového trhu? Dalším příkladem jsou státní pokladniční poukázky, které ovšem nejsou ničím jiným, než druhem dluhopisů. Lze je tedy vyloučit z kapitálového trhu? Pojetí kapitálové trhu může být tedy značně problematické v konfrontaci s přesnými právními pojmy.

Kapitálový trh, který je určen k financování dlouhodobých investic ze strany podniků, vlád i domácností, z větší části představuje hypoteční půjčky, jako například nezdanitelné obligace vlád a států, nebo spotřebitelské a komerční půjčky pro domácnosti sloužící ryze osobním účelům.[24] Největší a pravděpodobně nejznámější segment kapitálového trhu je trh akciový, kde se obchoduje zejména na burze, která představuje takzvaně volný trh.[25]

3.1 Akcie

Akcie je nejznámější cenný papír, který představuje podíl na vlastnictví akciové společnosti. Společnost vydává akcie za účelem získání peněz pro svůj vznik nebo rozvoj svých aktivit. Na rozdíl od jiných cenných papírů, jako jsou například dluhopisy, akcie investorovi neposkytují žádný slíbený výnos, ale dávají mu právo na podíl na čistých aktivech a čistých ziscích firmy. Trh, na kterém se obchodují akcie firem, takzvané korporátní akcie, se nazývá akciový trh. Tento trh má významný vliv na

[23] PAVLÁT, V, *Kapitálové trhy*, Praha 2005, s. 147-156

[24] ROSE, P.S, *Peněžní a kapitálové trhy,* Praha, s. 313-326.

[25] Na burze se dá také setkat s tzv. smluvním trhem, kde je celá emise prodána pouze jednomu kupci.

očekávání firem, když plánují své budoucí investice, a domácností, když plánují své budoucí výdaje. Proto také obchodování s akciemi nepřímo ovlivňuje zaměstnanost, růst a všeobecný stav ekonomiky. Z hlediska funkce lze účastníky akciového trhu rozdělit na emitenty, investory a finanční zprostředkovatele. Samotné akcie se potom dělí na kmenové a prioritní

3.1.1 Akcie kmenové a prioritní

Nejdůležitější formou akcie je kmenová akcie (ordinary share). Tato akcie zajišťuje investorovi proměnný příjem hotovosti ve formě dividend a v případě prodeje kapitálový zisk nebo ztrátu. Práva majitele akcie jsou stanoveny zákonem. Mezi hlavní práva vlastníka kmenové akcie je podílet se na řízení akciové společnosti, právo na podíl na zisku a právo na podíl na likvidačním zůstatku při zániku akciové společnosti.[26] Vlastnictvím kmenové akcie je investor v podstatě vystaven plnému riziku plynoucí z držení akcie, což znamená, že podnik může zbankrotovat nebo jeho zisky mohou poklesnout na velmi nízkou úroveň. Riziko majetkového vlastnictví je však limitováno, neboť akcionář je zodpovědný pouze za částku, která se rovná výši jím investovaných peněžních prostředků. Dalším druhem akcie je akcie prioritní neboli preferenční. Tato akcie představuje něco mezi dlužními a ekvitními cennými papíry, zjednodušeně řečeno se jedná o jakýsi hybrid mezi kmenovou akcií a dluhem emitenta. Hlavním rozdílem oproti kmenové akcii je tento: pokud se vyplácí dividenda, mají prioritní akcie vždy přednost před kmenovými. Stejně je tomu tak i při krachu společnosti, kdy držitelé prioritních akcií mají přednostní právo na likvidačním zůstatku před držiteli kmenových akcií. Všeobecně jsou prioritní akcie méně rizikové, avšak na úkor nižšího celkového výnosu.

3.1.2 Akcie na jméno a majitele

Z hlediska vlastníka může znít akcie na jméno nebo na majitele. Jestliže společnost vydala akcie na jméno, znamená to, že akcionář je veden v seznamu, ve kterém je kromě jména evidována forma akcie, jmenovitá hodnota, název a sídlo společnosti, pokud je akcionářem právnická osoba, nebo bydliště, pokud se jedná o

[26] VESELÁ, J. *Burzy a burzovní obchody,* Praha 2005, s. 26-32.

fyzickou osobu. Akciová společnost je povinna na žádost akcionáře vydat seznam všech akcionářů, kteří jsou vlastníky akcií na jméno.[27] Společnosti, které vydávají akcie na jméno, jsou zpravidla transparentnější a méně náchylné ke korupci.

Pro akcie na majitele (také nazýváno na doručitele) je typické, že osoba oprávněná vykonávat práva vyplývající z držení akcie není uvedena v textu listiny. Převod tohoto druhu akcií spočívá v pouhém předání. Oba druhy akcií mohou mít dvojí podobu, a to buď listinnou, kdy skutečně existuje reálný cenný papír, který akcionář drží u sebe, nebo zaknihovanou, kdy jsou akcie registrovány v některém registru cenných papírů.[28]

3.1.3 Akciové burzy

Akciové burzy fungují jako obchodní společnosti. Členové burzy jsou takové osoby, které mají aktivní zájem na burze obchodovat. Jedná se zejména o banky a o obchodníky s cennými papíry. Existují dva systémy burz: prezenční a elektronický. Prezenční systém je poněkud archaický a používá se jen zřídka. V tomto systému se obchodníci scházejí na parketu burzy a nahlas vyjednávají o koupi a prodeji akcií. Budoucnost ovšem patří elektronickým systémům, ve kterých se obchody realizují pomocí počítačového systému, do kterého se vkládají kupní a prodejní příkazy, které jsou poté automaticky vypořádány.

Největší americkou akciovou burzou a zároveň největší burzou na světě je Newyorská akciová burza (New York Stock Exchange – NYSE- viz. příloha č. 1). Na této burze je registrováno přes 2800 společností. Tyto společnosti jsou považovány za nejvýznamnější firmy světa. Tržní kapitalizace akcií registrovaných na NYSE přesahuje 25 miliard dolarů. Vstup na tuto burzu je velice nákladný. Předpokladem pro vstup je splnění mnoha přísných burzovních pravidel, jako například tržní kapitalizace alespoň 100 milionů dolarů a zisk společnosti, který musí být alespoň 11 milionů dolarů za poslední tři roky. Akciový index této burzy se nazývá DJIA (Dow Jones Industrial Average).[29]

[27] JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*, Praha 2009, s. 118-129.

[28] V České republice se jedná o středisko cenných papírů a systém krátkodobých dluhopisů ČNB.

[29] JÍLEK, J. Finanční trhy a investování, Praha 2009, s. 111-122.

Druhou největší americkou akciovou burzou je American Stock Exchange (AMEX). Tato burza má stejně jako NYSE sídlo v New Yorku. Obchoduje se zde s akciemi malých a středních podniků, tudíž není vstup na tuto burzu tak komplikovaný. Po dosažení větší tržní kapitalizace přecházejí některé společnosti na NYSE. Na této burze je registrováno přes 600 společností. Index této burzy se nazývá AMEX Composite.

Poslední významnou americkou akciovou burzou je NASDAQ (viz. příloha č. 2). NASDAQ byl založen v roce 1971 jako první elektronický akciový trh na světě. Tento systém snížil rozpějí (spread) mezi kupní a prodejní cenou, což způsobilo velmi kladné reakce z řad investorů, ale i makléřů. Na tomto trhu je registrováno přibližně 3200 společností. Tržní kapitalizace společnosti, která chce být kótovaná na této burze, musí být alespoň 70 milionu dolarů, což je o 30 milionů méně než na NYSE. NASDQ byl dlouho dobu trhem (stejně jako v ČR RM-Systém) mimoburzovním a to jako pomocník OTC obchodování.[30] Od roku 2006 působí jako regulérní akciová burza. Dále v USA existuje několik regionálních akciových burz, jako například Chicagská, Philadelphská či Bostonská.

Největší a nejvýznamnější burza v Evropě je Londýnská akciová burza (London Stock Exchange, LSE- viz. příloha č. 3). LSE byla založena roku 1745 a je na ní registrováno přes 2800 společností. Samotná burza je potom rozdělena na hlavní trh (main market) a na alternativní investiční trh (alternative investmnet market, AIM). Na hlavním trhu jsou obchodovány významnější tituly, které musí opět splňovat přísné burzovní požadavky. AIM vznikl k uspokojení potřeb menších a nevyspělých společností, které nebyly schopny požádat o registraci na LSE. V roce 2007 usiloval o převzetí Londýnské brzy NASDAQ.[31] Nejznámějším indexem pro Londýnskou burzu je FTSE 100.

Mezi další důležité evropské burzy můžeme zařadit Frankfurtskou akciovou burzu či nizozemský Euronext. V České republice je jediná akciová burza - Pražská burza, která v současné době nabízí pouhých 32 titulů, z toho 8 titulů bylo se sídlem v zahraničí. Index pražské burzy se nazývá PX (viz. příloha č. 4).

[30] ROSE, P.S, *Peněžní a kapitálové trhy,* Praha, s. 458-469.

[31] K této fůzi nakonec nedošlo. NASDAQ vlastnil 30% LSE, po neúspěšných jednáních však tento podíl prodal dubajské burze.

3.2 Dluhopisy

Dalším důležitým cenným papírem obchodovaným na kapitálovém trhu je dluhopis.[32] Jmenovitá hodnota dluhopisu je splatná jednorázově k určitému datu, nebo ve splátkách v předem stanovených termínech. Subjekt, který vydal dluhopis, se stává dlužníkem majitele a majitel se stává věřitelem společnosti. Dluhopis je obchodovatelný, tudíž je s ním spojeno právo na jeho výměnu za jiný cenný papír (akcii nebo dluhopis). Obvykle jsou dluhopisy považovány v porovnání s akciemi za méně rizikové investice.

3.2.1 Dělení dluhopisů

Dluhopis můžeme rozdělit podle třech základních kritérií. Podle druhu emitenta, podle doby splatnosti a podle systému úroků. Podle emitenta dělíme dluhopisy na státní, komunální, korporátní a bankovní. Kvůli své nízké rizikovosti jsou nejznámější a nejoblíbenější státní dluhopisy, které jsou vydávány státem na základě podnětů z ministerstva financí. Za emisi je zodpovědná Česká národní banka, tedy nezávislý subjekt vykonávající monetární politiku. ČNB se také stará o vyplácení úroků. Podle doby splatnosti jsou dluhopisy rozděleny na krátkodobé, střednědobé a dlouhodobé. Podle výše uvedené tržní segmentace krátkodobé dluhopisy nenáleží trhu kapitálovému, nýbrž trhu peněžnímu (doba splatnosti menší než jeden rok). Můžeme sem zařadit například pokladniční poukázky, komerční papíry či depozitní certifikáty. Podle úroků jsou dluhopisy rozděleny na bezkupónové a kupónové, které se dále dělí na dluhopisy s pevným kupónem a variabilním kupónem. Bezkupónový dluhopis představuje nejjednodušší formu, kdy se emitent zavazuje ke splacení jmenovité hodnoty cenného papíru k určitému datu v budoucnosti.[33] Tento druh není tedy spojen s kupónovými platbami (úroky) od doby emise do doby úplného splacení. Dluhopisy s pevným kupónem jsou takové dluhopisy, které jsou spojeny s výplatou pevných (nikoliv proměnných) úroků v pravidelných intervalech, nejčastěji ročně či pololetně.

[32] Ovšem se splatností delší než jeden rok. Například směnka je také dluhový cenný papír, avšak dle shora uvedené segmentace trhu náleží do trhu peněžního.

[33] JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování*, Praha 2009, s. 380-404.

3.3 Deriváty

Nejznámější finanční nástroje na kapitálovém trhu jsou bezpochyby akcie a dluhopisy. V posledních desetiletích se ovšem objevil nový instrument, jehož podstata je založena na kontraktech o odkladu realizace kontraktu v čase. Hodnota finančních derivátů závisí na hodnotě jednoho nebo více bazických (podkladových) aktiv (například akcií). Jedná se tedy o termínovaný obchod.[34] Pro laiky je pochopení derivátů poměrně složité a to nemluvíme o jejich oceňování a účtování, které ani díky svému rozsahu a zaměření nebudou v této práci řešeny. Původní vznik derivátů je spojen se zemědělskými komoditami. K pochopení takového kontraktu můžeme uvést jednoduchý příklad farmáře, který vyrábí libovolnou zemědělskou komoditu. Tyto kontrakty umožňují kupujícím a prodávajícím stranám zemědělských komodit stanovit dodávku za předem stanovené ceny v předem stanoveném termínu. Takováto smlouva se stala jakousi pojistkou pro obě strany, jelikož vyřešila jak problém dlouhodobých obchodů obou stran, tak i riziko týkající se nepředvídatelných změn cen, jež měly příčinu ve sklizňové pohromě, nesprávném skladování či jiných faktorech například ekonomického charakteru. Je tedy zřejmé, že důvodem takto sjednaného derivátu je zajištění (hedging) určité stability na trzích a minimalizace ztrát z pohybu cen. Nyní jsou předmětem derivátů akciové nástroje, cizoměnové nástroje a nástroje spojené s úvěrovým rizikem. Velká škála finančních instrumentů a jejich sofistikovanost vedla ke vzniku nové skupiny účastníků těchto obchodů, a sice spekulantů.

3.3.1 Hazardní hra zvaná spekulace

Kromě původního významu vzniků derivátů, tedy zajištění proti nevýhodné fluktuaci cen, se tyto nástroje staly velkým lákadlem pro spekulanty, které přitahovala vidina pohádkového zhodnocení jejich finančních prostředků. Důvodem jsou poměrně nízké náklady, které při sjednání derivátového kontraktu činí pouhých pár procent hodnoty podkladových nástrojů (tj. těch nástrojů, od kterých jsou deriváty odvozeny). Poměrně často se deriváty sjednávají na úvěr, čímž vzniká takzvaný pákový mechanismus, který otvírá cestu k ohromným ziskům, ale mnohem častěji k ohromným

[34] JÍLEK, J. *Deriváty, Hedžové fondy, offshorové společnosti*, Praha 2006, s. 15-21.

ztrátám. Budeme-li se zabývat vlastním důvodem, proč takovéto kontrakty vznikají, musíme analyzovat jednu z podstatných teorií trhů a v podstatě ekonomie jako takové. Existuje teorie, která se zabývá efektivitou trhu.

Podle této teorie cena každého finančního nástroje v každém okamžiku odráží všechny dostupné informace. Tato teorie předpokládá, že všichni účastníci trhu jsou inteligentní a všechny finanční instrumenty jsou správně oceněny a že jakákoliv technická analýza nepovede k překonání standardu (benchmark). Existuje mnoho výzkumů, které dokazují, že vývoj cen akcií nelze nijak předvídat, jelikož se mění podle náhodné procházky (random walk). Pokud tedy tato teorie opravdu funguje, tak proč lidé sjednávají deriváty a riskují kolikrát i své celoživotní úspory?

Tato otázka úzce souvisí s paradoxem efektivního trhu, který spočívá v tom, že pokud se investor spoléhá na efektivitu trhu, potom trh zajisté efektivní nebude, neboť nebude existovat žádný subjekt, který by finanční nástroj analyzoval. Z toho tedy vyplývá, že efektivita trhu závisí pouze na účastnících trhu, kteří věří, že trh není efektivní a sjednávají finanční nástroje k jeho překonání (beat the market). Finanční trhy jsou tedy efektivní v určité míře. Důkazem pro toto tvrzení je například nejuznávanější finančík Warren Buffett, který se díky dlouhodobému překonávání trhu stal pátým nejbohatším člověkem světa.[35] Podstatou neefektivního trhu je, že jedna strana ví víc než ostatní. Platí zde, že to, co chytrý účastník trhu získá, hloupý účastník ztratí. Naštěstí pro finančníky je drtivá většina lidí neznalých finančního trhu a doplácí na chamtivost makléřských firem, které investora z pozice investičních profesionálů zásobují bezcennými a běžně dostupnými informacemi, o kterých se lidé bláhově domnívají, že mají nějakou hodnotu. Finanční instituce a poradci svým klientů mnohokrát lžou, že překonávají trh, a snaží se jim vnutit spekulační derivát, který sami označují jako zajišťovací. Pokud by finanční instituce pověděla klientovi pravdu, pravděpodobně by to znamenalo, že by byly spekulační deriváty mnohem méně využívané a mnoho lidí (samozřejmě z řad finančních institucí, makléřů a poradců) by přišlo o pohádkové peníze. Mnohdy jsou pro oceňování derivátů použity záměrně chybné předpoklady, které vedou k reálnému nadhodnocení.

Pokud tato práce bude sloužit začínajícím investorům, či lidem zajímajícím se o kapitálový trh, tak je naší snahou před těmito praktikami malé investory varovat. Tímto nechceme očerňovat investiční a makléřské firmy ani deriváty jako takové, pouze podle

[35] SCHROEDER, A. *Sněhová koule-Warren Buffett a škola života*, Praha 2009, s. 95

svých zkušeností reálně hodnotit situaci. Přestože je většina lidí averzní vůči riziku, někteří lidé snadno hazardu podlehnou. Následky jsou pro tyto lidi tragické. Nebezpečí derivátů spočívá mimo jiné i v tom, že představují pronikání hazardu do ekonomické oblasti. Aktivita schopných lidí je zaměřena na hraní, na to, jak přebít trh a nikoliv na produktivní činnost. Deriváty byly původně určeny pro společnosti a bohaté jedince. Pokud ztratí peníze bohatý člověk či bohatá firma, nejsou důsledky tak tragické, jako když o peníze přijde jednotlivec patřící do střední či nižší třídy. Důsledky potom mohou být fatální. Vývoj na trhu je ovšem bohužel takový, že se deriváty postupně dostávají do chudých a středních vrstev, na které se aplikuje tvrdý a nekompromisní marketing finančních institucí.

Deriváty můžeme rozdělit do dvou kategorií. První jsou deriváty pevné (nepodmíněné), jejichž charakteristickým znakem je smluvní dohoda, tedy dohoda o tom, kdy a za jakých podmínek obchod proběhne, a obě protistrany jsou povinny dostát svým závazkům. Druhá kategorie jsou deriváty, u nichž uskutečnění obchodu závisí pouze na vůli jedné strany. Tyto obchody jsou podmíněné neboli opční. Hlavní druhy nepodmíněných derivátů jsou forwardy, futures a swapy.[36]

3.3.2 Forward

Forward je nejjednodušší typ derivátu, který je obchodován mimoburzovně přes OTC. Prakticky se jedná o kontrakt na výměnu podkladových nástrojů k určitému datu. Cena, za kterou se daný podkladový nástroj v budoucnu koupí či prodá, se nazývá forwardová cena a určují si ji obě protistrany. Kupující i prodávající takto sjednaným derivátem vstupují do krátké (prodávající) a dlouhé (kupující) pozice. Zaujmutí těchto pozic odstraňuje nejistotu z budoucího vývoje podkladového aktiva. Obě strany ale také mohou tento derivát využít ke spekulaci, přičemž strana v krátké pozici spekuluje na pokles a naopak. Znamená to tedy, že pokud jedna strana má z derivátu zisk, partner má vždy jistě ztrátu.

[36] PAVLÁT, V. *Kapitálové trhy*, Praha, 2003, s.164-167.

3.3.3 Futures

Futures je derivát podobný forwardu s tím rozdílem, že je standardizovaný a je obchodovatelný na burzách. Futures jsou mnohem mladší než forwardy a svou obchodovatelností na burze jsou také mnohem více regulované a více likvidní. Likvidita je zajištěna přímo burzou. Za tento servis si však stanovuje poměrně vysokou marži. Nejznámější derivátová burza je například Chicago Board Option Exchange či New Yoork Futures Exchange

3.3.4 Swapy

Swap je OTC derivát s vypořádáním podkladových nástrojů ve více okamžicích v budoucnosti. Zjednodušeně řečeno se jedná o dohodu mezi dvěma či více stranami o realizace určitých peněžních toků v určeném čase. Výhody, které nabízejí tyto nástroje, vedly k jejich rozvoji v posledních letech a v současné době mají trhy se swapy značnou likviditu a obchoduje se na nich v obrovských sumách. Swapy dělíme na úrokové swapy a na měnové swapy.

3.3.5 Opce

Opce je smlouva mezi prodávajícím a kupujícím, která dává kupujícmu právo (neukládá mu však povinnost) prodat nebo koupit od prodávajícího konkrétní aktivum (tzv. podkladové aktivum) za konkrétní cenu kdykoliv až do data vypršení kontraktu.

Rozeznáváme dva druhy opcí: call opce a put opce. Call opce zajišťují právo v budoucnu podkladové aktivum koupit. Put opce dávají jejímu majiteli právo podkladové aktivum v budoucnu prodat. A abychom to trochu zkomplikovali, oba druhy opcí mohou být koupené nebo vypsané. Takže investor může mít long call opce (koupené), short call opce (vypsané), long put opce (koupené) a short put opce (vypsané).[37]

[37] JÍLEK, J. *Deriváty, Hedžové fondy, offshorové společnosti*, Praha 2006, s. 167-186.

4 Investování na kapitálovém trhu

V této kapitole se budeme zabývat způsoby, jakými se dají na kapitálovém trhu vydělat peníze, a otázkou, jaká je podstata a jaké jsou možnosti finančního investování. Probírány budou investiční strategie včetně možných investičních rizik. Tato kapitola bude pojednávat také o teorii finančního portfolia a jeho diverzifikaci.

Při činnostech naplňujících komplex finančního investování je zapotřebí zachovávat řadu mnohdy velmi sofistikovaných metod. Proto je nezbytné být na tento proces připraveni jak teoreticky, tak i prakticky.[38] Obecně se dá investovat dvěma různými způsoby: buď svými vlastními silami, kdy investor obchoduje pod svým jménem, na svůj účet a bere na sebe všechna rizika, nebo pomocí finančního poskytovatele, za kterého se považuje obchodník s cennými papíry, osoba provádějící přijímání a předávání pokynu týkajících se investičních instrumentů, organizátor veřejného trhu, osoba provádějící vypořádání obchodů s cennými papíry.[39]

4.1 Investiční strategie

Cílem této kapitoly není parafrázovat obsahy klasických finančních učebnic a ani se nebude zabývat tím, co by teoreticky mělo fungovat, nýbrž se bude zabývat metodami, které fungují ve skutečnosti a byly úspěšně vyzkoušeny ve finanční praxi. Po odkrytí několika možných investičních strategií a po analýze možných hrozeb a finančních rizik není důvod, proč by se kapitálovému trhu měl vyhýbat drobný nebo střední soukromý investor, kterých v naší zemi existuje potenciálně až několik stovek tisíc.

Základní chybou začínajících investorů je tzv. časování trhu. Takoví investoři se mylně domnívají, že ideálním investičním přístupem je nakupovat akcie, než jejich ceny půjdou nahoru, a prodávat akcie, když se očekává pokles jejich cen. Další chybou je předpoklad, že je možné úspěšně vybrat akcii, která bude mít nadstandardní výnos. Pokud člověk nechodí hrát o sobotních večerech squash s vrcholným managerem

[38] KOHOUT, P. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*, Praha 2009, s. 42-44.

[39] podle §5 zákona č. 15/1998., o Komisi pro cenné papíry.

společnosti, jejíž akcie si chce koupit, potom těžko může předpokládat výnos a sází naslepo. Jediné řešení se zdá být svěření svých peněz do rukou investičních profesionálů. Protože kdo jiný než špičkový odborník, který detailně zná trh a studuje účetní výkazy podniků, by měl znát skutečnou hodnotu akcie? Lze se tedy smířit s faktem, že nelze vybrat přesný okamžik pro nákup a prodej akcií a také s faktem, že výběr akcie je do jisté míry pouhopouhý odhad? Dlouhodobě by akcie dobrých podniků měly přinést větší zisky než akcie špatných podniků. To se jeví jako zcela logická úvaha. Bohužel opak je pravdou a skutečnost se většinou radikálně liší od těchto laických představ. „Lidské bytosti neumějí vybírat akcie. Tečka.“[40], konstatuje uznávaný finančník William Bernstein. Tato věta je podpořena mnoha výzkumy, mezi které patří výzkum z roku 1986 s názvem „Co určuje výkonnost portfolia“, který uveřejnili investiční experti Gary Brinson, L. Randolph Hood a Gilbert Beebower. K této studii patří mimo jiné také zjištění, že správný odhad okamžiku pro nákup nebo prodej cenného papíru se na celkové výkonnosti portfolia podílí pouhými dvěma procenty. Přibližně čtyřprocentní význam má výběr konkrétních titulů cenných papírů. Naproti tomu 93,6% význam měla investiční strategie ve smyslu rozmístění peněz do investičních tříd (akcie, obligace aj.). Znamená to tedy, že výnosnost investice je drtivě závislá na volbě investiční strategie. Nyní si uvedeme několik základních druhů investičních strategií.

4.1.1 Druhy investičních strategií

Jak již bylo zmíněno v předchozí kapitole, k dosažení zisku při obchodování na kapitálovém trhu nehraje příliš velkou roli výběr samotných titulů, nýbrž dlouhodobý plán rozmístění investic mezi typy cenných papírů, což můžeme nazvat finanční strategií.[41] Velice populární je konzervativní strategie. Tato strategie je určená, jak už název napovídá, lidem, kteří od své investice očekávají jen malé zhodnocení, investují v krátkodobém časovém horizontu a jsou averzní vůči riziku. V této strategii jsou peníze investovány téměř z 95% do nástrojů peněžního trhu. Investice na kapitálovém trhu (tedy akcie a obligace) jsou tvořeny pouhými 5%. Další typ strategie se nazývá

[40] BERNSTEIN, P.L. *Capital Idea: The improbable Origins of modern Wall Street,* New York 1992. s. 181

[41] KOHOUT, P. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí,* Praha 2009. s. 193-201

vyvážená strategie. Při této strategii je investor neutrální k riziku. 55% portfolia využívající vyváženou strategii se skládá z akcií, zhruba 35 % náleží dluhopisům a zbylých 10% je investováno do nástrojů peněžního trhu, tedy pevně úročeným nástrojům.

Mnohem odvážnější je využívání agresivní strategie. Investor, který přijme takovouto strategii, musí počítat s tím, že hodnota jeho finančního portfolia může během chvilky vyletět o 20% a v podobném časovém horizontu může naopak klesnout o 40%. Tato agresivní strategie není pro slabé povahy. Portfolio je tvořeno pouze velmi rizikovými akciemi a před jakýmkoliv burzovním krachem vás nebude včas varovat žádný burzovní analytik ani makléř. Mnohem složitější investiční strategie se nazývá kruhová obrana. Tato strategie počítá s inflačním prostředím, které může mít negativní vliv na finanční portfolio. Vychází tedy z požadavku minimalizace rizika. Nejde tedy o maximalizaci výnosu, nýbrž zamezení ztráty. V inflačním prostředí je zapotřebí portfolio diverzifikovat mnohem důkladněji, jelikož v takovémto prostředí neexistuje žádný typ investice, který by bylo možné označit za bezrizikový. Pro sestavení takého portfolia se používají počítačové programy, jako například Portfolio optimazer. Toto portfolio bude z větší části složené ze zahraničních akcií a cizích měn, kde se nepředpokládá vysoká inflace. Velké zastoupení budou mít i velmi rizikové investice, které v inflačním prostředí paradoxně přispívají k diverzifikaci portfolia a snižují tak jeho rizikovost.

Jelikož v inflačním prostředí žijeme a žít budeme (otázka je samozřejmě, v jaké úrovni) existují strategie, které se na rozdíl od strategie „kruhová obrana“ snaží dosahovat kladných výnosů i při inflaci. Mezi takové strategie patří strategie „poklusem klus“. V tomto portfoliu mohou být zastoupeny všechny druhy investic od velmi rizikových až po konzervativní, největší váhu mají ovšem pevně úročené nástroje, které jsou denominovány v pevných měnách, jako například euro či dolar, u kterých se očekává velmi malé inflační riziko. Agresivnější pojetí strategie „poklusem klus“ je strategie „sprint“, která má za cíl maximalizovat výnosy v inflačním prostředí. Tato strategie se zcela vyhýbá domácím pevně úročeným cenným papírům.

Je velmi obtížné hodnotit různé investiční strategie, neboť investiční přístupy se mění v závislosti na investorovi, trhu a čase. Každý člověk je jiný, disponuje odlišnou investovatelnou částkou a je schopný akceptovat rozdílná rizika. Obecně však platí, že

mezi nejdůležitější faktory ovlivňující investorovo rozhodování patří především předpokládaný výnos investice, riziko spojené s touto investicí a likvidita investice.

V této kapitole bylo mnohokrát zmíněno slovo portfolio a diverzifikace. Nyní si tuto problematiku trochu přiblížíme.

4.2 Teorie portfolia a diverzifikace rizik

Finanční portfolio (viz. příloha č. 5) původně vzniklo k podpoře amerických domácností k investování prostřednictvím fondů. Klasická teorie portfolia se zabývá pouze portfoliem složeným z akcií a dluhopisů a vychází ze známých vlastností každého aktiva, které má při výběru investor k dispozici.[42]

V minulých kapitolách této práce bylo mimo jiné řečeno, že nelze časovat trh, ani vybírat akcie. Naskýtá se tedy otázka, proč vůbec existují investiční poradenské společnosti, makléři a analytici. Tito lidé přeci nejsou bozi, neumí předpovídat výnosy jednotlivých cenných papírů a už vůbec nedokáží překonat trh. Tak za co tedy berou mnohokrát závratné sumy? Odpověď je prostá. Nedělají zásadní chyby. Mezi takovéto zásadní chyby patří tendence laiků sázet vše na jedinou kartu. Dobrý finančník musí vědět, že základním investičním pravidlem je vždy správné rozprostření portfolia mezi více typů investic a cenných papírů. I přesto, že se domníváme, že investujeme do kvalitních a velmi likvidních cenných papírů, se může stát, že přijdeme o většinu svého investovaného kapitálu. Důvod je prostý a jednoznačný-nedostatek nebo úplná absence diverzifikace.

Kromě správného složení aktiv ve finančním portfoliu je také velmi důležité znát investiční horizont. Pokud investor hodlá investovat své peníze v horizontu od několika měsíců do dvou nebo tří let, tak je zcela nesmyslné vkládat peníze do akcií, které jsou relativně rizikové. Navíc se může stát, že tyto peníze budou vloženy právě v okamžiku několikaletého poklesu či stagnace akciového trhu. V takovémto případě je vhodné využít slušný termínovaný vklad v bance či krátkodobý investiční fond peněžního trhu. Naopak investor, který chce čekat řadu let, má na akciovém trhu mnohem větší šanci. Zvolení správného portfolia a správného časového horizontu úzce souvisí s investiční psychologií. Platí zde zlaté pravidlo uznávaného finančníka Petera Lynche: „Každý má dostatečnou mozkovou kapacitu, aby mohl vydělávat peníze investováním do akcií. Ne

[42] ROSE, P.S. *Peněžní a kapitálové trhy,* Praha, S. 855-869.

každý však má na to žaludek. Pokud máte sklon prodávat vše v panice, měli byste se akciím a akciovým fondům úplně vyhýbat“.[43]

Závěrem lze říci, že teorií moderního portfolia je poskytnout metody, které by investorovi umožnily vybrat optimální portfolio z nekonečného počtu možných portfolií.[44]

4.3 Druhy investorů

V souvislosti se správným výběrem portfolia, investiční strategie a časového horizontu, je zapotřebí definovat také investora. Psychologie může hrát v investování důležitou roli a každý by měl se svými penězi zacházet takovým způsobem, aby se cítil spokojeně. Investory můžeme v zásadě rozdělit na dva typy: pasivní investory a aktivní investory. Hlavním znakem pasivních investorů je, že často delegují rozhodování na poradce. Jsou velmi averzní vůči riziku, tudíž jejich portfolia jsou značně diverzifikovaná a jejich finanční strategie je konzervativní. Nelze od nich očekávat neobvyklá a zbrklá rozhodnutí. Sami často vidí rizika, kde nejsou, a proto potřebují profesionální poradenství. Mezi pasivní investory patří zpravidla lidé z nižších a středních socioekonomických tříd, či lidé, kteří získali své jmění pasivně (dědictvím, dlouholetým spořením atd.). Naopak mezi aktivní investory patří především ti, kteří si své bohatství vydělali sami. Tito investoři jsou ochotni podstoupit větší riziko. Zájem o velký výnos vítězí nad zájmem o bezpečné zhodnocení peněz. Aktivní investoři mají větší sebedůvěru a snaží se aktivně zapojovat do rozhodování o celkové investiční politice. To je sice chvályhodné a koneckonců i pochopitelné - jedná se přeci o jejich vlastní peníze.[45] Mnohokrát jsou ale tito investoři noční můrou pro poradce, jelikož rádi dělají rozhodnutí a často se mylně domnívají, že ví o financích více než jejich poradci. Může zde docházet k situacím, kdy investor sází na „důvěrné a zaručené“ informace, které jistě povedou k obrovským ziskům. Většinou jsou však bezcenné.[46]

[43] BERNSTEIN, P.L. *Against The Gods: The Remerkable Story of Risk.* New York, 1996

[44] Těmito metodami jsou investiční postupy podložené především Markowitzovým modelem a modelem CAPT a APT.

[45] KOHOUT, P. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*, Praha 2009. s. 115-119.

[46] Není to však pravidlem - existuje mnoho případů, kdy na úniku informací zbohatlo mnoho lidí. Je ovšem pošetilé domnívat se „ že tato informace je zaručeně TA pravdivá“).

Mezi aktivní investory patří především podnikatelé, majitelé firem, právníci a jiné osoby samostatně výdělečně činné.

4.4 Finanční rizika při investování

Nedílnou součástí investování na kapitálových trzích a finančních trzích obecně jsou finanční rizika, která provázejí veškeré aktivity investičních procesů.[47] Riziko je obecně definováno jako potenciální finanční ztráta subjektu na kapitálovém trhu v budoucnosti. Jedná se především o ztrátu vyplývající z daného finančního nástroje či portfolia. Samotná ztráta se může ještě rozdělit na očekávanou ztrátu, což je ztráta, která již reálně existuje (expected loss), a na potenciální ztrátu, která teprve hrozí (unexpecet loss).

4.4.1 Druhy finančních rizik

Při investování je nutné mít na vědomí možnost výskytu jednotlivých finančních rizik. Obecně existují tři hlavní rizika, a to riziko úvěrové, tržní a likvidní.

Úvěrové riziko je nejzákladnější a nejstarší hrozbou, která může při obchodování vzniknout. Jedná se o ztrátu ze selhání partnera tím, že nedostojí svým závazkům podle podmínek kontraktu, a tím způsobí držiteli pohledávky ztrátu. Druhým rizikem, tedy tržním, je riziko ztráty ze změn tržních cen jednotlivých finančních nástrojů. Toto riziko je v současné době nejpalčivější. K eliminaci dopadu tržního rizika vznikly právě nástroje jako finanční zajišťovací deriváty, či finanční portfolia, o kterých tato práce již pojednávala v předchozích kapitolách. V případě, že obchodujeme na neregulovaném trhu, podstupujeme také likvidní riziko. Pokud je trh příliš malý nebo příliš neorganizovaný, může dojít k pomalé likvidaci pozic, a tím k omezení přístupu k finančním prostředkům.[48]

Existují tedy rizika, která lze předvídat a je možné je do jisté míry spočítat. Například tržní riziko se dá též nazývat jako volatilita. Volatilita je číslo udávající míru kolísavosti kursů akcií a jiných cenných papírů. Klasický způsob výpočtu volatility je

[47] Pro riziko v širším slova smyslu můžeme použít termín nejistota. Nejistota a riziko představují neurčitost a náhodnost. Na rozdíl od nejistoty je možné riziko kvantifikovat prostřednictvím statistiky.

[48] JÍLEK, J. *Finanční rizika*, Praha 2000, s. 15

stanovení standardní odchylky historických výnosů za dané období. Výsledek výpočtu volatility ovšem v žádném případě nemůžeme brát závazně. Jedná se tedy o statistiku, o jakýsi odhad budoucích výnosů, které nelze přejímat, aniž by byly brány v úvahu konkrétní makroekonomické a politické faktory.[49]

Existují ale také rizika, která nelze nijak uchopit pomocí prostředků finanční matematiky. Mezi takovéto rizika patří například živelné pohromy. Samy jsme v dnešních dnech svědky fatálního dopadu japonské katastrofy. Kromě nevyčíslitelných ztrát na životech a ohromných ztrát majetku utrpěly také kapitálové trhy. Akcie automobilek klesly v řádech desítek procent, akcie největší energetické společnosti Asie TEPCO klesly o více než 80%.[50] Zde je vidět, jakou silou může příroda udeřit a jaký vliv má nejen na životy lidí, ale také na jednotlivé ekonomiky a trhy.

Další nepředvídatelné riziko je riziko politické. Z výzkumu Phillipe Joriona a Williamse Goetzemanna vyplývá, že politické riziko ve 20. století představovalo pro investory vůbec největší problém, který předčil vliv běžných rizikových faktorů. Války, revoluce a znárodňování zlikvidovaly mnoho dříve prosperujících akciových trhů. Kdo ví, kde by dnes byl československý trh nebýt puče v roce 1948, či dnes neznámá káhirská burza, která se stala obětí neúspěšného pokusu známého jako „arabský socialismus“.

4.5 Kam tedy investovat?

V minulých kapitolách jsme se seznámili s nejdůležitějšími finančními nástroji na kapitálovém trhu, tedy s akciemi, dluhopisy a jejich deriváty. Nejznámější a nejvíce využívaným segmentem kapitálového trhu je trh akciový. Na akciovém trhu se může obchodovat pouze skrze člena burzy, tedy právnickou osobu, která poskytuje investiční služby. Obecně lze rozdělit investory obchodující s akciemi na dva druhy a to na býky (bulls) a medvědy (bears). Investoři spekulující na růst akcie obchodují na býčím trhu (bull market), naopak investoři spekulující na pokles akcie jsou na medvědím trhu (bear market).[51] Každá burza má svůj systém obchodů. Systém pražské burzy se nazývá

[49] JÍLEK, J. *Finanční rizika*, Praha 2000, s. 55-72

[50] *Www.finance.cz* [online]. 30.3. 2011 [cit. 30.3.2011]. Japonská energetická firma Tepco varuje před nedostatkem financí. Dostupné z WWW: <http://www.finance.cz/zpravy/finance/303869-japonska-energeticka-firma-tepco-varuje-pred-nedostatkem-financi/>.

[51] VESELÁ, J. *Burzy a burzovní obchody,* Praha 2005, s. 101-109.

SPAD (systém pro podporu trhu akcií a dluhopisů), jehož výhodou je skutečnost, že kdykoliv se rozhodnete prodat či koupit akcii, tak nemusíte čekat na moment, kdy se najde kupec nebo prodejce. Tímto se burza stává likvidní (o likviditu se starají tzv. tvůrci trhu - market makers). Ve SPADu se neobchoduje se samotnými akciemi, nýbrž s loty. Loty představují jakési balíky akcií (například 1 lot obsahuje 200 kusů akcií). Do roku 1998 se na pražské burze obchodovalo v jiném systému zvaném KOBOS (kontinuální burzovní obchodní systém), který byl založen na principu průběžného uzavírání obchodů v závislosti na okamžité nabídce a poptávce.

Pokud se zdá akciová burza investorovi příliš riziková, nabízí se mnohem bezpečnější varianta investování skrze fondy kolektivního investování. Pojďme si je stručně představit.

4.5.1 Investiční fondy

Investiční fondy jsou fondy kolektivního investování, které investují peníze svých klientů do dluhopisů, akcií či nástrojů peněžního trhu. Podílové fondy jsou zvláštním druhem spoluvlastnictví finančních aktiv. Fond vystupuje jako finanční zprostředkovatel. Jeho hlavní činností je tedy přijímat a peníze a ty dále investovat.

Fondy se dělí na otevřené a uzavřené. Otevřené fondy nelimitují počet vydávaných podílových listů ani počet svých podílníků, takže investor může kdykoliv přikoupit nové podílové listy a kdykoliv je prodat zpět. Opakem jsou potom fondy uzavřené.

Podle druhu aktiv, do kterých fondy investují, dělíme fondy na peněžní, dluhopisové, akciové, zajištěné, derivátové, hedžové a fondy fondů. Nejvíce využívané jsou akciové fondy. Rizikovost těchto fondů je závislá na společnostech, do jejichž akcií fondy investují. Variantou akciového fondu může být fond indexový. Takovýto fond kupuje do svých portfolií akcie zahrnuté ve sledovaném akciovém indexu a snaží se kopírovat jeho vývoj. Velmi oblíbené jsou také zajištěné fondy, které garantují svým klientům vrácení vložené částky, v případě poklesu akciového trhu. Pokud se ovšem ale trhu daří dobře a roste, je zisk klienta omezen. Další variantou fondu jsou hedžové fondy.[52] Ačkoliv je v názvu slovo hedging, tedy zajištění, tak tyto fondy jsou paradoxně velmi rizikové. Tyto fondy přijímají opačné strategie vzhledem k tendencím trhu a

[52] JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování,* Praha 2009, s. 405-420.

prostřednictvím úvěrů mají mnohdy velký pákový mechanismus. V hedžových fondech tedy nejde o umění investovat a vydělávat pro klienty. Snahou autora je před těmito fondy malé investory varovat. Veškerá činnost správců spočívá v psychologickém přesvědčování klientů a malování vzdušných zámků. V čele takovýchto fondů stojí často demagogičtí rétoři, kteří využívají toho, že jejich klienti jsou finančně negramotní. Mnoho hedžových fondů končí gigantickými ztrátami a krachem.

4.6 Legislativa a dozor nad kapitálovým trhem v České republice

Aby trh správně fungoval, je nutné, aby chování účastníků trhu bylo přísně regulováno. Legislativní úprava nad českým kapitálovým trhem byla cíleně vytvářena až po změně režimu v roce 1989 v souvislosti s kupónovou privatizací. Novely klíčových zákonů vstoupily v platnost od 1. 1. 2001. Právní úprava kapitálového trhu se odrazila v zákonu o dluhopisech, zákonu o cenných papírech, zákonu o burze cenných papírů a v obchodním zákoníku. Nutno podotknout, že existuje velká škála zákonů, vyhlášek a novelizací týkajících se finančních a kapitálových trhů. V této kapitole si uvedeme pouze několik nejdůležitějších právních norem.

4.6.1 Zákonné normy

Mezi nejzákladnější zákonné normy týkající se kapitálového trhu můžeme zařadit zákon 256/2004 sb. O podnikání na kapitálovém trhu, který upravuje v souladu s právem Evropské unie poskytování služeb v oblasti kapitálového trhu a veřejnou nabídku cenných papírů. Tento zákon dále definuje finanční instrumenty, finanční poskytovatele a jiné subjekty trhu a určuje jejich práva a povinnosti. Další zákon, který můžeme uvést, je zákon 591/1992 sb. o cenných papírech. V tomto zákoně jsou především definovány smlouvy o převodech cenných papírů, dále pak smlouvy o úschově, správě, uložení a obhospodařování cenných papírů. Za důležitý zákon se dá také považovat zákon 248/1992 sb. o investičních společnostech a investičních fondech Tento zákon patří mezi nejstarší právní normu etapy restaurace českého kapitálového trhu.[53] Bohužel absence tohoto zákona mezi léty 1989-1992 vedla k mohutným

[53] KOTÁSEK, POKORNÁ, RABAN. Kurz obchodního práva – právo cenných papírů. Praha, 2003

podvodům a tunelům. Kolektivní investování se stalo nejkontroverznějším segmentem českého kapitálového trhu.

4.6.2 Dozor nad kapitálovým trhem

V první etapě integrace státního dozoru mělo dojít k integraci dohledu nad bankami a dohledu nad družstevními záložnami do České národní banky a k integraci státního dozoru nad kapitálovým trhem se státním dozorem v pojišťovnictví a penzijním připojištění do Komise pro cenné papíry. Tyto pak měly být integrovány do jediné instituce dozoru nad finančním trhem. Parlament České republiky však rozhodl jinak, a tak z kdysi obávané Komise pro cenné papíry zbyl jen název zákona.[54]

Činnost Komise se měla zaměřit především na zvýšení důvěryhodnosti finančního trhu. Proto byla Komise nadána kontrolními pravomocemi ve vztahu k účastníkům kapitálového trhu, kterým mohla ukládat i sankce, pokud účastníci kapitálového trhu nebudou plnit povinnosti uložené jim zákony upravujícími kapitálový trh. Zároveň měla spolupracovat s policií a soudy a měla mít ve stanovených případech pravomoc zmrazit přesun cenných papírů a peněz na účtech.[55] Komise pro cenné papíry byla zrušena vládním zákonem č. 57/2006 sb. a došlo ke sjednocení této instituce s Českou národní bankou. Od tohoto roku je Česká národní banka jediným orgánem, který dohlíží na fungování českého kapitálového trhu.

[54] *Www.mesec.cz* [online]. 2009 [cit. 2011-03-18]. Dohled nad kapitálovým trhem. Dostupné z WWW: <http://trhy.mesec.cz/clanky/dohled-nad-kapitalovym-trhem-dnes-cnb/>.

[55] PAVLÁT, V, KUBÍČEK, A. *Regulace a dozor nad kapitálovými trhy*. Praha, 2004. s. 11-115

5 Finanční kriminalita na kapitálovém trhu

Kapitálový trh je neoddělitelně spjat s finanční kriminalitou. V této kapitole se budeme zabývat především korupcí a podvody ze stran finančních institucí, analytiků a makléřů. Prostor bude také věnován účetním a daňovým podvodům. V části této kapitoly bude analyzována korupce v České republice v souvislosti s tunelováním investičních fondů.

5.1 Korupce

Korupce je obecně definována jako „zneužití veřejné moci k užitku jednotlivce či soukromé firmy“[56]. Širší pojetí zahrnuje také podobné jednání bez zneužití veřejné moci - tedy mezi jednotlivci a soukromými podniky. Dnes je korupce vnímána velmi negativně. Takovýto postoj je ale poměrně nový. Ještě před pár desítkami let byla korupce vnímána pozitivně a byla považována za chvályhodnou aktivitu, která podporuje obchodování, efektivně alokuje investice a úspěšně odstraňuje vládou zavedené překážky.[57]

V posledních letech se tento pohled změnil o 180° a řešení korupce se stalo předmětem volební kampaně mnoha politických stran. Tento pohled je jednoznačně správný. Prokazatelným důsledkem korupce jsou nižší rozpočtové příjmy, což přímo souvisí s vyššími rozpočtovými výdaji. Korupční jednání deformuje podnikatelskou činnost a narušuje toky mezinárodního obchodu a investic. Prostředí, kde vítězí takový produkt či služba, která má nejlepší poměr mezi kvantitou a kvalitou, je dnes pouhým snem. Řada zemí zavádí jako hlavní pilíř ve své politice boj s korupcí. Můžeme se ovšem pouze domnívat, do jaké míry je tento boj efektivní.

Ve světě vzniklo mnoho institucí, které usilují o eliminaci korupce. Mezi nejznámější můžeme zařadit Organizaci pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD)

[56] VOLEJNÍKOVÁ, J. *Korupce v ekonomické teorii a praxi,* Praha 2008, s.118-123.

[57] V některých zemích se dokonce úplatky daly odečíst z daní.

či Transparency International (TI- viz. příloha č. 6), která každoročně vypracovává žebříček zemí podle míry korupce měřené indexem vnímání korupce.[58]

5.2 Podvody ve finančních institucích

Není překvapením, že snahou lidí je získat co nejvíce peněz v co nejkratší době a s co nejmenším úsilím. Hamižnost, nenasytnost a vynalézavost lidí vede k vymýšlení nových a nových podvodů. Bohužel tuto aktivitu nejvíce realizují právě ti lidé, ke kterým bychom my, investoři, měli pociťovat největší důvěru - tedy finanční instituce. Jedním z možných podvodů osob ve vedení finančních institucí je tzv. vytahování aktiv, což znamená, že fyzická osoba (obvykle osoba působící ve vrcholovém managementu) převádí majetek podniku na sebe či na blízké osoby. Podnik poté skončí v dluzích a úpadku a majetek společnosti může být tak zanedbatelný, že věřiteli nezbude takřka nic. Vytahování aktiv je kolikrát mnohdy důmyslné a menšinoví vlastníci nemají v podstatě žádnou možnost obrany[59] (kromě prodání svého podílu).

Příkladem takovéhoto jednání může být nejmenovaná společnost, která si prostřednictvím svého manažera objedná velmi předraženou reklamu. Reklamní společnosti zaplatí na několik let dopředu. Přičemž je předem jasné, že daná společnost má finanční problémy a pravděpodobně v krátké době zkrachuje. Předpokladem je domluva o rozdělení peněz mezi manažerem této společnosti a danou reklamní agenturou. Šéfům většinou nejde o prosperitu podniku, ale o maximalizaci jejich zisku. Při vytahování aktiv se jednotlivci zmocňují až několika set milionů korun. Pro vyvádění aktiv z firmy se používá jednotný pojem: tunelování či drancování. Na tyto praktiky doplácejí téměř vždy akcionáři a v případě státního podniku daňoví poplatníci.

[58] Tento index vyjadřuje míru korupce podle názoru domácích a zahraničních investorů, analytiků, podnikatelů a akademických pracovníků mezi politiky

[59] ČÍRTKOVÁ, L. *Podvody, zpronevěry, machinace,* Praha 2005, s. 96-102

5.3 Podvody makléřů a analytiků

Makléři, tedy osoby sjednávající obchody ve finančních institucích, se běžně dopouštějí podvodů. Kriminalita je ale velmi latentní, jelikož finanční instituce takovéto aktivity tají, aby se neprezentovaly před veřejností ve špatném světle. Nepoctiví makléři či dealeři společnost sice opustí, ale nikdy nejsou potrestáni. Hlavní podvodné jednání makléřů spočívá v klamání klienta, kterému tají informace ohledně rizikovosti investice či skrytých poplatků. Dealeři musí být pod stálým dohledem účetního oddělení a jejich konverzace s klienty jsou nahrávány. S nepoctivými dealery měl autor této práce také negativní zkušenosti. Pokud váš makléř (či dealer, investiční poradce aj.) začne zvyšovat hlas, vytáčet se a používat cizí slova, je to snad vždy signál, že něco zatajuje. V této situaci je třeba jej okamžitě vyměnit.

Stejným principem jako dealeři a makléři mohou podvádět analytici. Dopad není ovšem pouze na jednotlivce, ale na velkou skupinu. Analytici totiž mohou svým jednáním ovlivnit chování lidí na kapitálovém trhu. Jejich prognózy a doporučení mnohdy nejsou nezávislá. Běžně existují rozpory mezi jejich doporučeními a jejich skutečnými názory. Stává se také, že jsou analytici ze strany svých nadřízených nuceni v médiích prezentovat mylné pozitivní predikce vývoje akcií určitých společností, které se pak stávají lukrativními klienty investičních bank, ve kterých analytici působí.[60] V následujících kapitolách této práce budou rozebrány konkrétní případy takovýchto podvodných jednání.

5.4 Falešné společnosti, účetní a daňové podvody

Velmi častý podvod je zřízení takzvané falešné (fiktivní) společnosti. Podvádět zde může každý každého. Netýká se to tedy pouze kapitálových trhů, ale finančních trhů obecně. Klasickým příkladem je založení fiktivní banky se sídlem kdesi v exotické zemi, nejlépe v zemi, kde neexistuje žádný kontrolní orgán, či v zemi s vysokým stupněm korupce. Veškeré šeky, dluhopisy a garance jsou falešné stejně jako

[60] VOLEJNÍKOVÁ, J. *Korupce v ekonomické teorii a praxi,* Praha 2008, s.135-148.

společnost. Ztráta peněz investorů je v takovémto případě absolutní.[61] Podvodníci s falešnými bankami obvykle pracují v luxusních hotelích ve finančních centrech a vytvářejí si kontakty s vysokými bankovními úředníky, přičemž vystupují zároveň jako klienti banky a zároveň jako bankéři. Prevence před falešnými bankami je dosti obtížná. Existuje sice celosvětový registr bank, avšak žijeme v době, ve které vládnou peníze. I v takovémto seznamu může být falešná neexistující banka. Bohužel zaplatit lze vše. Velmi rozšířený podvod je tzv. „webjacking“, ve kterém podvodníci zneužívají jméno známé instituce. Jménem této společnosti nabízejí výhodné, leč neexistující investice.

Předmětem podvodů se stává také účetnictví. V této souvislosti vstupují do hry auditoři, kteří jsou najímáni společnostmi, aby ověřili jejich účetní uzávěrky. Je pochopitelné, že manažeři společností preferují shovívavější auditory před těmi přísnými a je také pochopitelné, že auditorské firmy ve snaze udržet si svého klienta přimhuřují oči nad zakrýváním ztrát tak dlouho, dokud společnost nezkrachuje.[62] Vinu za účetní podvody nese jednoznačně management a auditor. Nelze se tedy vymlouvat na nesprávnost účetních standardů. Důvodem pro zakrývání ztrát a falšování hospodářských výsledků je opět nenasytnost firem, které se chtějí na veřejnosti ukázat v tom nejlepším světle a pod rouškou prosperující společnosti vytáhnout z investorů peníze.

Daňové podvody, často označované jako „daňové úkryty“, jsou velmi lukrativním zdrojem peněz. Na těchto podvodech se hojně angažují finanční instituce a banky po celém světě. Daňový únik úzce souvisí s účetními podvody s tím rozdílem, že na účetní podvody, díky mylným informacím o hospodářském výsledku, doplácí investor. Na daňový podvod doplácí stát, tudíž celá společnost.[63]

V následující kapitole budou rozebrány praktické příklady všech výše uvedených podvodů, které budou doplněny dalšími konkrétními kauzami z České republiky, jako například tunelováním investičních fondů či kauzou ČSOB.

[61] JÍLEK, J. *Deriváty, Hedžové fondy, offshorové společnosti*, Praha 2006, s. 216-222

[62] Odhaduje se, že auditor napíše do výroční zprávy nějakou výhradu pouze u 2% společností

[63] ČÍRTKOVÁ, L. *Podvody, zpronevěry, machinace.* Praha, 2005, s. 149-163.

6 Vybrané kauzy

Příklady jednotlivých podvodů budou uvedeny postupně dle pořadí z minulé kapitoly. Začneme příklady podvodů ze stran finančních institucí, následované podvody makléřů a analytiků. V neposlední řadě budou popsány podvody daňové a účetní. Tato kapitola se bude také věnovat některým kauzám v České republice. Na závěr bude rozebrán případ známého finančníka Bernarda Madoffa, který je zodpovědný za jeden z největších podvodů v americké historii.

6.1 Kauza Jeana-Claude Tricheta

Za jeden z největších finančních skandálů se dá považovat kauza Tricheta ve spojitosti s francouzskou státní bankou Crédit Lyonnais (dále CL). V roce 1987 začal Trichet pracovat na ministerstvu financí, kde dohlížel na podniky se státní účastí. Pod jeho dozorem banka vykázala v roce 1992 ztrátu 282 milionů dolarů, v roce 1994 pak vykázala největší čistou ztrátu v historii poválečné Evropy, a sice skoro 1 miliardu dolarů.[64]

V roce 1994 započalo parlamentní šetření této krize a bylo obžalováno 9 osob včetně Tricheta. Trichet byl obviněn spolu s několika vysokými manažery banky, jako například se šéfem CL Jeanem Yvesy Habererou či s šéfem francouzské centrální banky. Tito lidé měli pomáhat zamlčet či skrýt skutečnou výši ztrát, kterou na počátku 90. let CL neuváženými investicemi uskutečnila. U dvou z devíti hlavních obviněných mělo státní zastupitelství přímé důkazy o záměrném zatajování ztrát a to u Jeana Yvesy Haberery a u šéfa francouzské centrální banky Jacquesa de Larosiera. Trichet stále svou vinu popíral. Jeho právníci tvrdě pracovali na důkazních prostředcích, které vyvracely tvrzení, že si Trichet jakkoliv podílel na úpravě bilance z roku 1992. Trichet tvrdil, že k takovému jednání neměl dostatek informací ani pravomocí. Soud se táhl velmi dlouho a rozsudek byl v nedohlednu. Trichet byl zde pod velkým tlakem, jelikož usiloval o post

[64] Tato ztráta se později ukázala jako značně podhodnocená, neboť státní výdaje na záchranu této banky tvořily bezmála 33 mld. dolarů.

šéfa Evropské centrální banky, což znamenalo, že musel být co nejdříve zproštěn obžaloby.

Podle rozsudku z roku 2003 je Trichet nevinen. Nepodařilo se prokázat, že by spáchal cokoliv nezákonného a že by se jakkoliv podílel na falšování účtů. Podivuhodné je, že se státní zastupitelství proti tomuto rozsudku neodvolalo, což vyvolává spekulace o politicko-mocenském pozadí této kauzy. Padly zde ovšem také rozsudky „vinen" u tří osob. Haberer dostal 18 měsíců podmínku a dva vrcholoví manažeři pak 10 a 8 měsíců také podmíněně.[65] Tento trest je opravdu výsměch veřejnosti, která pochopitelně tuto ztrátu doplatila prostřednictvím svých daní.

6.2 Kauza Bohumila Stádníka a Bohumíra Czerneka

Nyní se podíváme na jednu významnou a velmi medializovanou kauzu z České republiky. Jedná se o operaci bývalých dealerů ČSOB Bohumila Stádníka a jeho šéfa Bohumíra Czerneka. Na podzim roku 2000 tito dealeři provedli spekulaci na pokles na americké federální dluhopisy, čímž otevřeli krátkou pozici a cenné papíry si na trhu vypůjčili. Pokud by cena dluhopisů opravdu klesla, potom by dluhopisy po určité době nakoupili na trhu zpět a vrátili by je zpátky v rámci původní výpůjčky. Avšak cena amerických dluhopisů se zvyšovala, neboť FED snížil úrokové míry. Ztráta z tohoto obchodu překročila během několika dní bankou stanovený limit 5 milionů Kč.[66] Do této chvíle tuto kauzu můžeme považovat pouze za neúspěšný obchod. Samotná trestná činnost vznikla až ve chvíli, kdy dealeři obešli předpisy banky, která nařizovala okamžité ukončení pozice v případě výše zmíněné ztráty 5 milionů Kč, a pokračovali ve spekulaci. Ztráty ovšem dále nabývaly obrovských rozměrů a dealeři začali spekulaci vehementně maskovat. Denní výkazy, které mají být každý den předávány do oddělení

[65] *Www.nytimes.com* [online]. 29.4. 2000 [cit. 23.3. 2011]. Trichet in Credit Lyonnais Inquiry: French Bank Probe Reaches Governor. Dostupné z WWW: <http://www.nytimes.com/2000/04/29/news/29iht-trichet.2.t.html>.

[66] *Www.novinky.cz* [online]. 2.2. 2004 [cit. 20.3. 2011]. Makléř ČSOB půjde za miliardové ztráty definitivně do vězení. Dostupné z WWW: <http://www.novinky.cz/krimi/24804-makler-csob-pujde-za-miliardove-ztraty-definitivne-do-vezeni.html>.

back office[67], dealeři úspěšně ukrývali. Oba obchodníci byli pod obrovským tlakem. Nahrávky podle policie ČR dokonce prokázaly, že Czernek se chtěl koncem září 2000 přiznat, ale Stádník jej přemluvil k dalšímu mlčení.

Vše prasklo ve chvíli, kdy ztráta dosáhla 2,4 miliard Kč. Informace o podvodu banka vydala až 18. ledna 2001 a 3. prosince 2001 vyšetřovatel obvinil oba dealery z rozsáhlého podvodu. Následně jim byl zabaven osobní majetek v hodnotě 10 milionů Kč. V roce 2003 začalo soudní řízení, na jehož výsledek čekal celý český finanční trh. V červnu poslala soudkyně Městského soudu v Praze Hana Hubáčková Stádníka a Czerneka na 2,5 roku do vězení. Čin byl překvalifikován z podvodu na porušení povinností při správě cizího majetku. Nepodařilo se totiž prokázat, že by se dealeři sami obohatili nebo že by chtěli záměrně banku poškodit. Soudkyně při čtení rozsudku ale také naznačila, že odpovědnost nesou i jiní pracovníci banky, protože dealeři nebyli dostatečně kontrolováni. Dealeři nepředávali denní výkazy do back officu a dokonce se jim podařilo přelstít systém zastavení ztrát (stop- loss), což hovoří nejen o osobním selhání, ale také o selhání softwaru a managementu.

Trest odnětí svobody se týkal tedy jen Stádníka a Czerneka, tento incident měl ale také interní následky. Bylo propuštěno mnoho vrcholových manažerů. Ze své funkce odstoupil také místopředseda představenstva Josef Tauber.

6.3 Kauza Steven Karvellas

V roce 2008 se před Nejvyšším soudem státu New York přiznal k podvodům při obchodování na derivátové burze Nymex Steven Karvellas. Po 6 měsíců dlouhém soudním řízení dostal trest pět let vězení a musel uhradit část odškodného klientům, které poškodil. Karvellas podváděl mezi léty 2002 a 2003, přičemž až do roku 2006 byl jedním z ředitelů celého Nymexu. Podvody spočívaly v tom, že zdržoval vykonávání klientských příkazů ke koupi nebo prodeji futures na zemní plyn. Pokud se později ukázalo, že futures byly ziskové, dodatečně je přepsal z klienta na sebe.

[67] Back office označuje tu část firmy, která zabezpečuje administrativní funkce, které podporují hlavní činnost firmy. Do back office bývá zahrnováno např. účetnictví, personální oddělení, IT oddělení.

6.4 Kauza Jamese Hipwella a Anila Bhoyrula

Tato kauza je velice zajímavá, jelikož Hipwell ani Bhoyrul nebyli žádní analytici, makléři či vysoce postavení manažeři. Byli to obyčejní novináři, dokonce bulvární novináři. Zde je patrné, že snaha ovlivnit trh a nekale na něm zbohatnout je vlastní i zcela nezasvěceným lidem.[68]

Tito páni byli uznáni vinnými z toho, že porušili zákon o finančních službách. Podstata jejich podvodu spočívala v psaní akciových tipů ve finanční rubrice bulvárního listu Daily Mirror. Tuto rubriku využívali k manipulaci cen akcií. Nejdříve si Hipwell s Bhoyrulem koupili určité množství akcií, poté tyto akcie ve své rubrice vychválili a nakonec když cena na základě jejich tipů vzrostla, novináři akcie prodali. Jako příklad můžeme uvést akcie počítačové společnosti Viglen, které reagovaly na falešné tipy 102,2 % růstem. Během 2 měsíců tato akciová bublina praskla a hodnota akcií se vrátila na původní cenu. Mezitím ale Hipwell s Bhoyrulem na tomto obchodu vydělali přes 60 000 liber. Hipwell byl potrestán 6 měsíci vězení a Bhoyrul jen 180 hodinami veřejně prospěšných prací, neboť přiznal svou vinu hned před začátkem přelíčení. Terry Sheperd, který tipy novinářů šířil na internetu, vyvázl s podmínkou a šéf bulvárního listu Daily Mirror byl zproštěn viny. (ačkoliv koupil akcie den před tím, než je novináři vychválili).

6.5 Účetní skandál v Enronu

Enron byla sedmá největší americká korporace. V roce 2001 se rozšířily negativní zprávy o tomto podniku a akcie, jejichž tržní hodnota byla 90,5 dolarů, spadly na polovinu. Ve chvíli, kdy se ředitel Enronu Andrew S. Fastow veřejně přiznal, že zničil některé důležité materiály, aby zakryl skutečný stav finanční situace, spadly akcie na 8,4 dolarů. Následující den konkurenční společnost Dynergy Inc. podala nabídku na převzetí Enronu, čímž akcie mírně stouply. O týden později Dynergy svou nabídku stáhla, jelikož zjistila, že situace v Enronu je mnohem horší, než se domnívala. 2. prosince Enron požádal o ochranu před věřiteli.

[68] JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování,* Praha 2009, s. 444 – 449.

Podvod Enronu byl velice složitý a obsáhlý.[69] Spolupracovalo na něm mnoho bank, auditorů a právníků, bez jejich součinnosti by se podvod provalil jistě mnohem dříve. Hlavním nástrojem ke skrývání špatných investic a obecně k manipulaci s hospodářským výsledkem Enronu se staly takzvané jednotky pro speciální účel (special purpose vehicles-SPV). Enron přes tyto jednotky sjednával deriváty. SPV sloužily jako offshorové společnosti. Zjednodušeně řečeno: Enron převáděl svá aktiva do společností, která sídlila v „daňových rájích". Andrew Fastow své aktivity vysvětloval investorům a bankám jako mimořádně výnosné investice, které ovšem ze začátku generují nízké zisky, proto je zapotřebí tyto aktiva vyřadit z portfolia Enronu, aby zbytečně nesnížily rating společnosti. Takovýchto jednotek vytvořil Enron přes 3500 a většinu z nich vedli vrcholní manažeři Enronu.

V roce 2001 zahájil Kongres vyšetřování případu. V roce 2003 byl zhotoven spis popisující nekalé praktiky včetně obvinění jednotlivých aktérů. Podle tohoto dokumentu spolupracovali na krytí Enronu renomovaní právníci, auditoři a banky. Vedení Enronu nejen podvádělo a lhalo, ale i uplácelo daňové úředníky. Dále tato zpráva pojednává o bujarých večírcích a drahých hostinách, které Enron pořádal pro lidi, jež se snažil získat na svou stranu. Hovořeno je zde samozřejmě i o daňové problematice. Mezi léty 1996 a 1999 Enron nahlásil svým akcionářům zisk 3,2 miliard dolarů, daňovému úřadu nahlásil pouze 76 milionů dolarů. Jedná se tedy o jeden z největších daňových podvodů v novodobé historii USA. Podle zprávy si manažeři Enronu mezi sebou rozdělovali astronomické odměny. Dvě stovky vrcholných pracovníků si jen na odměnách odneslo 1,4 miliard dolarů.[70]

Kauza skončila roku 2005. Část vrcholného vedení Enronu „vyfasovala" trest odnětí svobody, ostatní skončili s podmínkou. Zajímavě dopadly také některé banky, které vědomě pomáhaly Enronu v podvodech. Tyto banky přispěly na odškodnění investorů celkovou částkou 7 miliard dolarů. Od roku 2007 se společnost jmenuje Enron Creditors Recovery Corporation s kompletně novým managementem a podnikovou strukturou.

[69] O čemž svědčila také kongresová zpráva, která byla zpracovávána déle než rok a měla přes 400 stran.

[70] *Www.corporatenarc.com* [online]. 2011 [cit. 12.4. 2011]. Enron Accounting Scandal. Dostupné z WWW: <http://www.corporatenarc.com/enronaccountingscandal.php>.

6.6 Global Crossing

Jako další účetní podvod můžeme uvést kauzu společnosti Global Crossing. Global Crossing byla jedna z nejrychleji rostoucích společností v oblasti budování sítí optických kabelů. Po roce 1997 se tato společnost svezla na vlně růstu akcií internetových a telekomunikačních korporací. V roce 1999 se akcie Global Crossingu prodávaly za 64 dolarů a vedení společnosti nebránilo nic v rozvíjení jejich aktivit. Společnost předpokládala rychlou návratnost svých investic, proto si začala ve velkém půjčovat peníze a zadlužovat se.

Ve chvíli, kdy tato internetová bublina splaskla, začali se věřitelé obávat o své peníze. Dluhy Global Crossingu vzrostly na 12,4 miliardy dolarů a 4. října 2001 společnost oznámila, že nesplní plánované finanční výsledky. V této době akcie spadly o 96% a obchodovaly se za pouhých 50 centů. V lednu 2002 Global Crossing požádal o ochranu před věřiteli a v únoru byly akcie newyorskou burzou vyřazeny z veřejného obchodování.

Do chvíle, než Global Crossing zkrachoval, podváděl dvěma způsoby. A to prostřednictvím auditorské společnosti Arthur Endresen[71] (ta už byla zapletena do skandálu ohledně krachu Enronu), která roku 2000 prohlásila, že společnost žádné finanční problémy nemá a že bankrot jí nehrozí. Podle obžaloby šlo o jasný střet zájmů. Prokázalo se totiž, že auditorská společnost inkasovala více za poradenský servis než za audit samotný. Pokud si někdo nechává zaplatit za neauditové služby šestkrát více než za audit, vyvolává to domněnky, že jeho rozhodování nebude úplně nezávislé. Podobně jako Enron, tak i Global Crossing ve snaze naplnit zmanipulované predikce analytiků nafukoval výnosy prostřednictvím takzvaných IRU swapů.[72] Tyto deriváty byly založeny na nedotknutelných užívacích právech, tedy právech na používání určité sítě optických kabelů. V praxi to znamenalo, že při sjednání IRU swapu se dohodly dvě telekomunikační společnosti na výměně práv pro používání různých částí sítí optických kabelů. Podstata účetních podvodů při sjednání tohoto derivátů byla v tom, že s oběma částmi swapů Global Crossing (ale i jiné podniky) účetně zacházel rozdílně, a to tak, že výnos z jedné části zachytil okamžitě, zatímco náklady druhé části se rozložily v čase.

[71] Auditorská společnost Arthur Endresen byla již zapletena do účetního skandálu V Enronu.

[72] *Http://globalcrossinggate.tripod.com/* [online]. 2011 [cit. 14.4. 2011]. Global Crossing Scandal. Dostupné z WWW: <http://globalcrossinggate.tripod.com/>.

Tímto způsobem společnost generovala zisky „ze vzduchu“ a na její jednání doplatilo mnoho investorů. Tato kauza není dodnes uzavřena.

6.7 Tunelování investičních fondů a Viktor Kožený

Vznik investičních fondů byl pro Čechy tvrdou lekcí kapitalismu. Podle komise pro cenné papíry bylo rozkradeno zhruba 50 miliard Kč, což znamená, že byla vytunelována více jak čtvrtina majetku, který si lidé v České republice v obou vlnách kupónové privatizace rozhodli nechat v investičních fondech. Nejvíce medializovaná kauza byl Harvardský investiční fond pod vedením Viktora Koženého (viz. příloha č. 7), ve kterém bylo vytunelováno přibližně 11 miliard Kč. Dodnes na tyto peníze čeká přes čtvrt milionu akcionářů.

Příběh Viktora Koženého začíná v Americe v 80. letech, kam se svou rodinou emigroval. Zde získal potřebné vzdělání v oboru finančních a kapitálových trhů.[73] Krátce po revoluci v roce 1990 se vrátil do Československa se třemi tisíci dolarů a začala jeho pozoruhodná kariéra. Během krátké chvíle se stal nejbohatším mužem tehdejšího Československa a hlavní persónou kupónové privatizace.

Vše začalo v roce 1991, kdy Viktor Kožený založil Harvardský dividendový investiční fond (HDIF). Jeho marketing spočíval v získávání investičních bodů od majitelů investičních kupónů, které investoval do akcií podniků zprivatizovaných kupónovou privatizací. Hlavním lákadlem byla kampaň tzv. „desetinásobku“, což znamenalo, že za tisíc korun, které stála kupónová knížka, slíbil Viktor Kožený do roka 10 000 Kčs. Během dvou let získal tento fond přes 800 000 držitelů kupónových knížek a akcie přibližně 50 lukrativních společností. V této době fond zažíval velký rozkvět a jeho spravované akcie měly hodnotu kolem 40 miliard Kč. V roce 1994 začaly ovšem jeho nekalé praktiky, akcie harvardského fondu postupně převáděl do kyperských společností, které ovládal. Ty je poté vkládaly dále do kyperské společnosti Daventree, kterou Kožený ovládal také. Viktor Kožený v této době začal žít svůj velkolepý život.

[73] Obdržel zde diplom z večerní školy Harvard Extension school. Odtud tedy název Harvardský fond.

Nakupoval luxusní domy v Londýně, v Aspenu, na Bahamách koupil pro jistotu domy rovnou čtyři.[74]

V roce 1996 došlo k zásadní změně: k transformaci Harvardského fondu na Harvardský průmyslový holding a.s. (HPH). Přeměnou investičního fondu na běžnou akciovou společnost se fondy dostaly z působnosti zákona o investičních fondech, a tím se umožnily obchody, které by jinak nebyly možné. Mezi léty 1996 a 1997 HPH prostřednictvím své dceřinné společnosti Daventree investoval enormní částku do Ruska a do ázerbájdžánských privatizačních kupónů. Tato investice pravděpodobně zlomila Koženému vaz, neboť plány, do kterých zatáhl také velkou skupinu amerických investorů, zkrachovaly. Ázerbájdžánská privatizace se nakonec nekonala a ruská ropná společnost Sidanco, kterou chtěl Kožený celou vlastnit, zkrachovala.[75]

Američtí investoři Koženého zažalovali a postupně ho připravili o jeho luxusní majetek. Cena akcií HPH se řítila dolů. V roce 2001 Komise pro cenné papíry zakázala jakékoliv převody z HPH, aby zabránila úniku peněz do offshore společností, které Kožený stále ovládal. V témže roce připravil policejní rada Václav Láska obvinění pro Koženého a pro bývalého likvidátora HPH Borise Vostrého. Podle Lásky se oba měli dopustit 11,5 miliardového podvodu s majetkem tisíců akcionářů fondů. V té době už byli oba na Bahamách. V roce 2003 vydaly české úřady na Koženého a Vostrého mezinárodní zatykač. Česká justice ovšem neměla s Bahamskými ostrovy žádné diplomatické vztahy a Bahamy byly a jsou obecně známy svou neochotou spolupracovat se zeměmi, které stíhají přistěhovalce. Diplomatické vztahy mezi Českou republikou a Bahamami byly navázány v roce 2005.[76]

Viktor Kožený měl ale problémy i ve Spojených státech. Dne 6. října 2005 byl Kožený zatčen na Bahamách na základě amerického zatykače. Spolu s dalšími dvěma Američany, Frederikem Bourkem a Davidem Pinkertonem, byl Kožený obžalován z korupce velkého rozsahu v Ázerbájdžánu a z praní špinavých peněz. Všichni tři se měli podle obžaloby dopustit uplácení ázerbájdžánských činitelů, aby získali výhodu při privatizaci tamějších ropných společností. Na Koženého upozornili američtí investoři,

[74] V této době byl Kožený terčem britského tisku Daily News v souvislosti s luxusní londýnskou restaurací, ve které si objednal láhev vína La - Romanné - Conti, ročník 1985 za 5 000 liber (v té dobé 1 libra stála 60 Kč). Po ochutnání daroval láhev číšníkům, neboť víno považoval za příliš mladé. Za večeři pro tři lidi utratil přes 13 000 liber.

[75] KANE, D. *Kupónový král.* Brno, 2005.

[76] *Www.seznampodvodniku.cz* [online]. 8.8.2009 [cit. 10.4. 2011]. Viktor Kožený nejznámější podvodník v ČR. Dostupné z WWW: <http://www.seznampodvodniku.cz/?p=35>.

kteří se cítili poškozeni, když Ázerbájdžán změnil svůj původní privatizační plán. Kožený byl tedy u manhattonského soudu obviněn ze zpronevěry 182 milionu dolarů.

V červnu roku 2006 vyhověla bahamská soudkyně Bethelová americké žádosti o vydání Koženého do USA.[77] Proti tomuto verdiktu se Kožený samozřejmě odvolal. V roce 2007 bahamský vrchní odvolávací soud rozhodl, že Kožený nemůže být vydán do USA. Stejného roku byl navíc propuštěn na kauci 300 000 dolarů. Na českou žádost o vydání Koženého bahamská justice nereagovala. Soud probíhal tedy v jejich nepřítomnosti. Viktor Kožený a Boris Vostrý byli obviněni celkem ze 110 podvodů. Oba jsou stíháni jako uprchlíci.

6.8 Bernard Madoff a jeho pyramida

Úspěšný finančník Bernard Madoff (viz. příloha č. 8) je spojen s největším podvodem v americké historii. Narozdíl od některých podvodů, které byly v této práci uváděny, se tento podvod řadí mezi ty nejhorší. Madoff totiž nepřipravil své klienty o peníze chybným investičním rozhodnutím, které by se snažil dále maskovat, nýbrž úmyslnou zpronevěrou.

Bernard Madoff byl dlouhá léta předseda správní rady Bernard. L. Madoff Investment a jako zakladatel burzy cenných papírů NASDAQ byl považován za osobnost amerických kapitálových trhů, od kterého se v žádném případě neočekávaly žádné nekalé praktiky.

Podvod Bernarda Madoffa nebyl nijak komplikovaný. Nebyly zde žádné sofistikované investiční strategie, žádné propočty výnosů, rizik a ztrát. Jednalo se o pouhou lež a klam.[78]

Peníze vydělával na jednoduchém schématu, zvaném Ponziho schéma. V České republice se pro toto schéma používá ekvivalent „letadlo“ či „pyramida“. Podstatou letadla je podvodné investování s enormně vysokými výnosy, přičemž tyto výnosy platí následní investoři. Znamená to, že výnosy nejsou generovány reálnou aktivitou. Vysoké výnosy slouží k nalákání nových investorů. Vysoké zisky prvních investorů zaplatí

[77] Spojené státy Českou republiku neinformovaly o této žádosti. V případě odsouzení by byl majetek Koženého použit na náhradu škody nejprve v USA, což by bylo nevýhodné pro ČR, kde Kožený napáchal škody mnohem většího rozsahu.

[78] *Www.madoff.com* [online]. 13.2. 2011 [cit. 13.2. 2011]. IMPORTANT MESSAGE ON CREDITOR CLAIMS. Dostupné z WWW: <http://www.madoff.com/>.

pozdější investoři.[79] Úspěch této Madoffovy hry byl podpořen také faktem, že investovat do Madoffova fondu nebylo vůbec jednoduché. Zájemce musel být osobně doporučen někým ze současných prověřených klientů. Chytře uměle vytvořená atmosféra příslušnosti mezi vyvolené ještě více investory přitahovala. Investovat s Madoffem bylo otázkou prestiže a předmětem závisti. Klienti jeho investiční společnosti byli dokonce ochotni platit i vysoké zápisné, jen aby se jim o jejich miliony mohl starat samotný velký „Bernie".

Madoff tvrdil, že do 80. let vydělával peníze legálně. Vše se prý zvrtlo až v roce 1992. "Problém ale byl v tom, že aby toto fungovalo, potřebujete volatilitu na trhu, dostatečný objem a hybnou sílu. A to jsme samozřejmě neměli.", tímto prohlášením Madoff zdůvodňoval své dlouholeté podvody. Jeho strategie „vytloukání klínu klínem" by pravděpodobně fungovala dodnes, kdyby v roce 2008 nepřišla finanční krize. Lidé z obavy před ztrátou svých investic začali vybírat své peníze a systém se začal hroutit, jelikož Madoff nebyl schopen všem žadatelům jejich vklad vrátit. Když Madoff cítil, že již není cesty ven, rozhodl se přepsat posledních 300 milionů na své syny. Bernard Madoff se tehdy ke všemu svým synům přiznal. Ti na něj poté zavolali policii. Následovala vazba a pak soud, který Madoffa obvinil ze zpronevěry 65 miliard dolarů.

29. června 2009 byl Bernard Madoff odsouzen k trestu odnětí svobody ve výši 150 let a k pokutě 170 miliard dolarů. Při závěrečné řeči pak Bernard Madoff pronesl v slzách „Nemůžu dostatečně vyjádřit, jak lituji toho, co jsem provedl. Hluboce se omlouvám a stydím se".

Velkým trestem pro Madoffa byla také sebevražda jeho staršího syna Marka, který neunesl tlak veřejnosti, která ho obviňovala ze spoluúčasti na podvodu.

[79] JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování,* Praha 2009, s. 412 – 419.

Závěr

Cílem této práce bylo popsat laické veřejnosti a začínajícím investorům kapitálový trh jak z hlediska jeho fungování, tak z hlediska jeho využití pro osobní obohacení. V této práci jsem se snažil kapitálový trh jasně definovat v systému finančního trhu a také v systému celé ekonomiky. Tato práce klade velký důraz na finanční rizika a na nekalé a mnohdy nemorální praktiky investičních institucí. Jsem si vědom toho, že realita je mnohdy krutá a má nehezkou tvář. Jelikož jsem chtěl být pravdivý, nemohl jsem se uchýlit k líbivým a uhlazeným prezentacím. Realitu nemají lidé rádi, a proto preferují iluze a růžový pohled na svět. V této práci bylo mým záměrem odklonit se od teoretických metod a pokusit se popsat trh tak, jak funguje ve skutečnosti.

Nemyslím si, že bych mohl jakkoliv změnit chování lidí na kapitálovém trhu, ale doufám, že tato práce sejme růžové brýle těm lidem, kteří bezhlavě věří svému makléři či poradci. Je pochopitelné, že finanční instituce chtějí vydělávat peníze. Svým tvrdým a nekompromisním marketingem lákají stále nové a nové klienty, kterým slibují pohádkové zisky, které jsou ovšem většinou naprosto nereálné. Pokud člověk porozumí kapitálovému trhu, finančním nástrojům, základním investičním strategiím a začne nad investicí reálně přemýšlet a nespoléhat se pouze na svého makléře, je velmi pravděpodobné, že dosáhne i většího výnosu. Sám totiž dokáže rozpoznat překážky a hrozby, které by mu jinak mohly být zatajeny. Na kapitálovém trhu platí obecné pravidlo, které je v rozporu s teorií efektivního trhu, a to, že co chytrý účastník trhu získá, hloupý ztratí. Praxe dále vyvrací snad všechny ekonomické teorie a modely založené na matematických vzorcích, které hledí na člověka jako na „homo economicus“. Takovýto člověk je bez emocí, neetický, amorální a ignoruje všechny sociální hodnoty. Důkladně studuje a analyzuje všechny dostupné informace za účelem maximalizace svého zisku. Ekonomické chování lidí má ovšem daleko od racionálnosti.

V posledních dvou kapitolách jsem se věnoval finanční kriminalitě, která je pak demonstrována na konkrétních kauzách. Jedná se především o podvodné jednání investičních společností a fondů. Dále byly rozebírány účetní a daňové podvody včetně podvodů jednotlivců. V této kapitole považuji za velice zajímavou kauzu Viktora

Koženého a jeho Harvardských fondů, či kauzu Bernarda Madoffa a jeho pyramidovou hru.

Věřím, že tato práce pomůže současným i budoucím investorům k tomu, aby se zorientovali v problematice kapitálových trhů a pohlédli na své investiční možnosti realistickým okem.

Literatura a internetové zdroje

Literatura:

1) JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*, 1. vyd. Praha: Vydavatelství Grada, 2009. 656 s., ISBN 978-80-247-2963-3

2) JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování*, 1. vyd. Praha: Vydavatelství Grada 2009.,648s. ISBN 80-247-1653-4

3) ČÍRTKOVÁ, L. *Podvody, zpronevěry, machinace*, 1. vyd. Praha., Vydavatelství Armex Publishing 2005., 264 s.,ISBN: 80-89795-12-8

4) KOHOUT, P. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*, 5. vyd Praha: Vydavatelství Grada 2009.,288s.,ISBN: 978-80-247-2559-8

5) PAVLÁT, V. *Kapitálové trhy*, 1. vyd Praha: Vydavatelství Professional Publishing 2005.,320s.,ISBN: 80-86419-87-8

6) VOLEJNÍKOVÁ, J. *Korupce v ekonomické teorii a praxi*.,2 vyd. Praha: Vydavatelství Profess Consulting 2008., 390 s., ISBN: 978-80-7259-055-1

7) RABAN, P. *Obchodní zákoník*., 1. vyd. Praha 2009: Vydavatelství EUROUNION., 749s., ISBN: 978-80-7317-081-3

8) VESELÁ, J. *Burzy a burzovní obchody*, 1. vyd. Praha 2005, Vydavatelství VŠE, 189s., ISBN: 80-245-0936-3

9) SCHOEDER, A. *Sněhová koule-Warren Bruffett a škola života*,1. vyd. 2009, Vydavatelství Eastone books., 914 s., ISBN: 978-80-8109-112-4

10) JÍLEK, J. *Deriváty, hedžové fondy,offshorové společnosti*, 1.vyd. Praha, Vydavatelství Grada 2006, 260 s., ISBN: 80-247-1826-X

11) JÍLEK, J. *Finanční rizika*, 1. vyd. Praha 2000: Vydavatelství Grada., 640s., ISBN: 80-7169-597-3

12) PAVLÁT, V, KUBÍČEK, A. *Regulace a dozor nad kapitálovými trhy*., 1.vyd. Praha 2004: Vydavatelství : Vysoká škola finanční a správní o.p.s ., 229s., ISBN: 80-86754-13-8

13) ROSE, P. *Peněžní a kapitálové trhy*., 1. vyd. Praha., Vydavatelství: Victoria Publishing., 1014 s., ISBN: 80-85605-52-X

14) KOTÁSE, POKORNÁ, RABAN., *Kurs obchodního práva-právo cenných papírů*., 3. vyd. Praha 2003., Vydavatelství C.H. Beck., 592s., ISBN: 80-7179-745-6

15) KANE, D. *Kupónový král.* 1. vyd. Brno 2005, Vydavatelství: Jota., 310s. ISBN: 80-7217-329-4

16) BERNSTEIN, P.L. *Against The Gods: The Remerkable Story of Risk.* New York, 1996, Vydavatelství Wiley, 400 s., ISBN: 04-712-9563-9

Internetové zdroje:

17) *Www.finance.cz* [online]. 30.3. 2011 [cit. 30.3.2011]. Japonská energetická firma Tepco varuje před nedostatkem financí. Dostupné z WWW: <http://www.finance.cz/zpravy/finance/303869-japonska-energeticka-firma-tepco-varuje-pred-nedostatkem-financi/>.

18) *Www.mesec.cz* [online]. 2009 [cit. 2011-03-18]. Dohled nad kapitálovým trhem. Dostupné z WWW: <http://trhy.mesec.cz/clanky/dohled-nad-kapitalovym-trhem-dnes-cnb/>.

19) *Www.nytimes.com* [online]. 29.4. 2000 [cit. 23.3. 2011]. Trichet in Credit Lyonnais Inquiry: French Bank Probe Reaches Governor. Dostupné z WWW: <http://www.nytimes.com/2000/04/29/news/29iht-trichet.2.t.html>.

20) *Www.novinky.cz* [online]. 2.2. 2004 [cit. 20.3. 2011]. Makléř ČSOB půjde za miliardové ztráty definitivně do vězení. Dostupné z WWW: <http://www.novinky.cz/krimi/24804-makler-csob-pujde-za-miliardove-ztraty-definitivne-do-vezeni.html>.

21) *Www.corporatenarc.com* [online]. 2011 [cit. 12.4. 2011]. Enron Accounting Scandal. Dostupné z WWW: <http://www.corporatenarc.com/enronaccountingscandal.php>.

22) *Http://globalcrossinggate.tripod.com/* [online]. 2011 [cit. 14.4. 2011]. Global Crossing Scandal. Dostupné z WWW: <http://globalcrossinggate.tripod.com/>.

23) *Www.seznampodvodniku.cz* [online]. 8.8.2009 [cit. 10.4. 2011]. Viktor Kožený nejznámější podvodník v ČR. Dostupné z WWW: <http://www.seznampodvodniku.cz/?p=35>.

24) *Www.madoff.com* [online]. 13.2. 2011 [cit. 13.2. 2011]. IMPORTANT MESSAGE ON CREDITOR CLAIMS. Dostupné z WWW: <http://www.madoff.com/>.

25) *Dejepis.com* [online]. 2010 [cit. 2010-12-09]. Starověké státy. Dostupné z WWW: <http://www.dejepis.com/index.php?page=000&kap=003&pod=2>.

26) *Www.wikipedia.org* [online]. 2011 [cit. 2010-15-12]. Wall Street. Dostupné z WWW: <http://cs.wikipedia.org/wiki/Wall_Street>.

Seznam zkratek:

FED - Federal Reserve System

IMF- International Monetary Fund

IBDR- International Bank for Reconctruction and Development

OTC- over the counter markets

NYSE- New York Stock Exchange

DJIA- Dow Jones Industrial Average

AMEX- American Stock Exchange

LSE- London Stock Exchange

AIM- Alternative investment market

ČNB- Česká národní banka

SPAD- Systém pro podporu trhu akcií a dluhopisů

KOBOS- Kontinuální burzovní obchodní systém

OECD- Organizaci pro hospodářskou spolupráci a rozvoj

TI- Transparency International

CL- Crédit Lyonnais

ČSOB- Československá obchodní banka

SPV- Special Purpose Vehicles

HDIF -Harvardský dividendový investiční fond

HPH - Harvardský průmyslový holding

Seznam příloh:

I. Americká burza New York Stock Exchage
II. Americká burza NASDAQ
III. Londýnská burza – LSE
IV. Graf vývoje indexu PX za rok 2010
V. Vzor finančního portfolia
VI. Index vnímání korupce Transparency International
VII. Viktor Kožený na Bahamách- obrázek z roku 2010
VIII. Bernard Madoff

I. Americká burza New York Stock Exchange

Zdroj: VisitingDC.com. (2011). *New York Stock Exchange*. Získáno 12. Duben 2011, z New York City: http://www.visitingdc.com/new-york/new-york-stock-exchange-address.asp

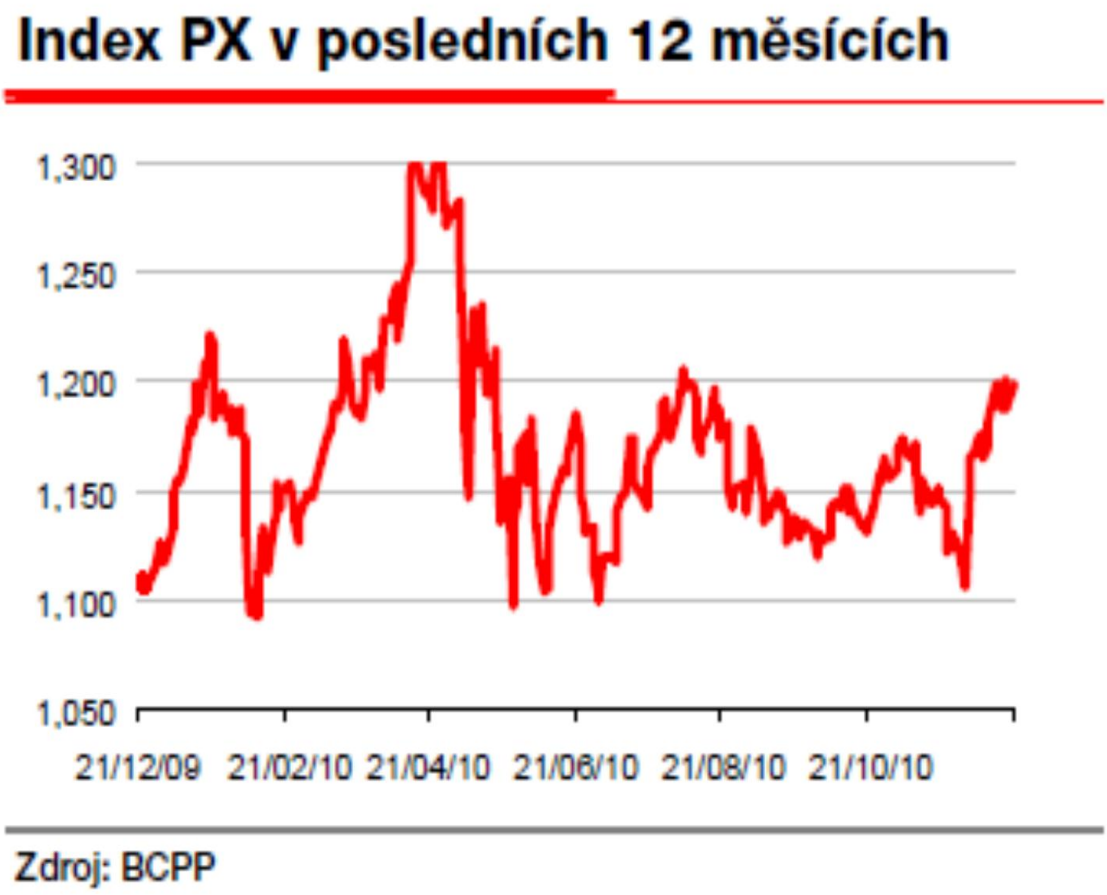
II. Americká burza NASDAQ

Zdroj: Tannenbaum, R. (2006). *The NASDAQ Stock Market*. Získáno 12. Duben 2011, z The NASDAQ Stock Market Inc: http://www.nasdaq.com/reference/pop_ROBmarketsite5.stm

III. Londýnská burza - LSE

Zdroj: *Anglie 2009*. (2011). Získáno 12. Duben 2011, z Webová alba programu Picasa: http://picasaweb.google.com/horak4446/Anglie2009#

IV. Index PX roku 2010



Zdroj: Koblic, P. (31. Prosinec 2010). *Vývoj pražské burzy*. Získáno 12. Duben 2011, z prvnízprávy.cz: http://www.prvnizpravy.cz/zpravy/zpravy/business/vyvoj-prazske-burzy-ve-cvrtem-ctvrtleti-2010/?style=print

V. Ukázka finančního portfolia

			v mil. Kč	Umístění prostředků PF v tržních cenách v mil. Kč																v %	v mil. Kč	
			CZI millions	Pension fund placement at market prices (CZK millions)																in %	CZK millions	
	Název penzijního fondu	Počet aktivních účastníků	Prostředky evidované ve prospěch účastníků	Dluhopisy celkem	%	Pokladniční poukázky	%	Akcie	%	Podílové listy	%	Nemovitosti pořízené za účelem zhodnocení prostředků PF	%	Peníze na účtech a termínovaných vkladech	%	Ostatní	%	Celkový objem zahran. investic	Poměr objemu vytvořeného zisku k průměrnému objemu vlastního jmění účastníků	Hospodářský výsledek za běžné účetní období ke konci čtvrtletí	Přijaté příspěvky a připsané výnosy po odečtení vyplacených prostředků za dané čtvrtletí
	Name of the pension fund	Number of active participants	Funds credited to the participants	Total debentures	%	Treasury bills	%	Shares	%	Unit certificates	%	Real estate acquired in order to valorise the contributions from the fund's participants	%	Cash in bank and term deposits	%	Sundry	%	Sum total of foreign invest-ments	Ratio of profit to the average amount of participants equity	Profit to the end of the quarter	Contributions from participants and returns credited after deduction of funds paid out for the quarter
1	AEGON PF	28 910	268	162	61,6	0	0,0	22	8,3	0	0,0	0	0,0	79	30,1	8	0,0	0	0,0	-24,0	129,0
2	Allianz PF	118 200	6 447	6 287	96,9	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	202	3,1	1	0,0	0	3,4	107,0	313,0
3	Axa PF	567 768	33 469	23 134	70,2	298	0,9	1 387	4,2	1 553	4,7	1 297	3,9	5 048	15,3	255	0,8	3 060	1,0	171,3	911,9
4	ČSOB PF Progres + Zemský PF	247 473	6 296	4 659	76,3	0	0,0	463	7,6	56	0,9	5	0,1	900	14,7	27	0,4	160	0,4	12,0	432,0
5	ČSOB PF Stabilita	397 518	15 226	11 719	79,1	317	2,1	567	3,8	338	2,3	0	0,0	1 796	12,1	77	0,5	598	1,2	92,0	617,0
6	Generali PF	32 411	1 473	1 254	80,4	0	0,0	76	4,9	0	0,0	10	0,6	185	11,9	35	2,2	0	5,4	37,0	65,0
7	ING PF	446 391	20 247	15 802	79,0	1 274	6,4	1 695	8,5	82	0,4	0	0,0	1 115	5,6	32	0,2	1 218	2,7	260,0	1 024,0
8	PF České pojišťovny	1 117 150	40 893	31 746	80,1	0	0,0	3 099	7,8	1 929	4,9	0	0,0	2 423	6,1	421	1,1	7 804	2,1	409,0	2 254,0
9	PF České spořitelny	696 091	27 371	18 531	68,7	490	1,8	887	3,3	1 320	4,9	0	0,0	5 585	20,7	56	0,2	2 758	1,4	182,5	1 839,2
10	PF Komerční banky	483 257	24 292	18 965	80,7	740	3,2	204	0,9	911	3,9	163	0,7	2 436	10,4	74	0,3	911	1,8	212,0	1 124,0
	CELKEM / TOTAL	4 135 169	175 982	132 259	76,8	3 120	1,8	8 400	4,9	6 188	3,6	1 475	0,9	19 769	11,5	987	0,6	16 509	19,5	1 458,8	8 709,1

Zdroje: KUCHTA, D. (2006-2010). *Finanční poradenství*. Získáno 12. Duben 2011, z investujeme.cz: http://www.investujeme.cz/clanky/portfolio-penzijnich-fondu-ani-riziko-ani-vynosy/?related_article_limit=200

VI. Index vnímání korupce – Transparency International

Tato tabulka přeskládaje výsledky indexu CPI 2010 a doplňující podkladové údaje. Další informace týkající se zdrojů dat a metodologie najdete na www.transparency.cz nebo www.transparency.org/cpi

ADB: Asijská rozvojová banka - Country Performance Assessment Ratings
AFDB: Africká rozvojová banka - Country Policy and Institutional Assessment
BF: Bertelsmann Foundation - Bertelsmann Transformation Index
EIU: Economist Intelligence Unit - Country Risk Service and Country Forecast
FH: Freedom House - Nations in Transit
GI: IHS Global Insight - Global Risk Service
IMD: Institute for Management Development - World Competitiveness Report
PERC: Political and Economic Risk Consultancy - Asian Intelligence
WB: Světová banka - Country Policy and Institutional Assessment
WEF: Světové ekonomické fórum - Global Competitiveness Report

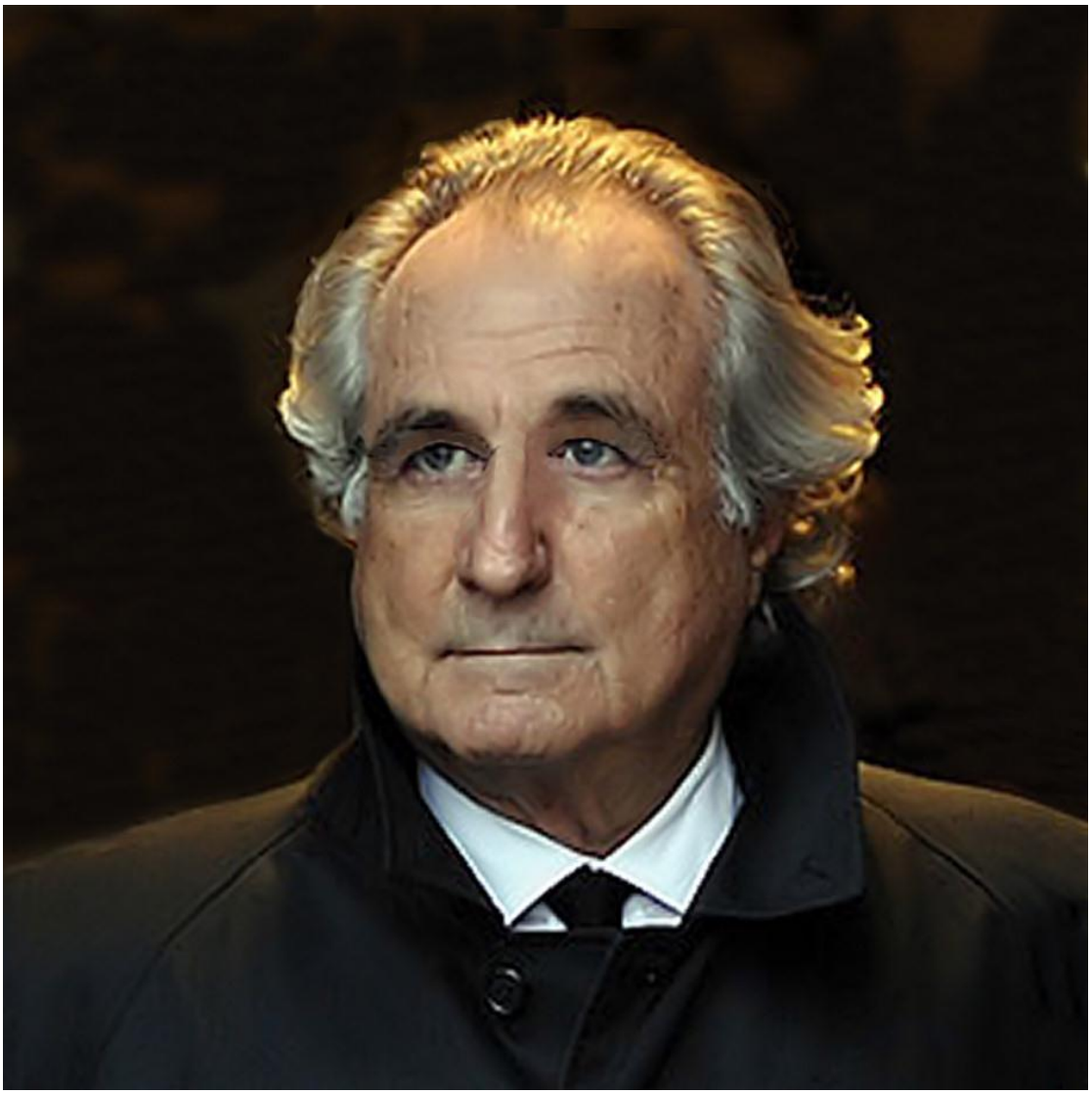
Pořadí země	Země / území	CPI 2010 - hodnocení	Použité průzkumy	Standardní odchylka	Nejnižší - nejvyšší hodnocení		90 % interval věrohodnosti		ADB 2009	AfDB 2009	BF 2009	EIU 2010	FH 2010	GI 2010	IMD 2009	IMD 2010	PERC2009	PERC2010	WB 2009	WEF 2009	WEF 2010
					Min	Max	Dolní hranice	Horní hranice													
1	Dánsko	9,3	6	0,2	8,9	9,5	9,1	9,4				8,9		9,2	9,5	9,5				9,5	9,2
1	Nový Zéland	9,3	6	0,2	8,9	9,5	9,2	9,5				8,9		9,2	9,5	9,5				9,5	9,5
1	Singapur	9,3	9	0,2	8,9	9,5	9,2	9,4			9,3	8,9		9,2	9,3	9,2	9,3	9,4		9,3	9,5
4	Finsko	9,2	6	0,2	8,9	9,5	9,1	9,3				8,9		9,2	9,5	9,4				9,2	9,1
4	Švédsko	9,2	6	0,2	8,9	9,5	9,1	9,4				8,9		9,2	9,2	9,3				9,5	9,4
6	Kanada	8,9	6	0,3	8,4	9,2	8,7	9,0				8,9		9,2	8,9	8,8				8,4	8,9
7	Nizozemí	8,8	6	0,3	8,5	9,2	8,7	9,0				8,9		9,2	9	8,9				8,6	8,5
8	Austrálie	8,7	8	0,6	7,5	9,2	8,3	9,0				8,9		9,2	9,2	9,1	8,4	8,9		7,5	8,3
8	Švýcarsko	8,7	6	0,7	7,4	9,1	8,3	9,1				8,9		7,4	9,1	9,1				8,9	9
10	Norsko	8,6	6	0,7	7,4	9,3	8,1	9,0				8,9		7,4	8,1	8,4				9,1	9,3
11	Island	8,5	5	1,1	6,8	9,2	7,7	9,2				6,8		9,2		7,9				9,2	9,1
11	Lucembursko	8,5	5	0,6	7,4	9,0	8,0	8,9						7,4	8,6	9				9	8,4
13	Hongkong	8,4	8	0,5	7,4	8,9	8,1	8,7				8,9		7,4	8,4	8,2	8,9	8,4		7,9	8,9
14	Irsko	8,0	6	0,5	7,4	8,9	7,7	8,3				8,9		7,4	7,9	8				7,9	8
15	Rakousko	7,9	6	0,7	6,8	8,9	7,4	8,4				6,8		7,4	8,1	8,9				8,4	7,9
15	Německo	7,9	6	0,6	7,2	8,9	7,5	8,3				8,9		7,4	7,5	8,1				8,1	7,2
17	Barbados	7,8	4	0,9	6,8	8,9	7,1	8,5				8,9		7,4						6,8	8,1
17	Japonsko	7,8	8	0,6	6,8	8,8	7,5	8,2				6,8		7,4	7,5	8,5	7,5	7,7		8,1	8,8
19	Katar	7,7	7	1,6	4,5	9,2	6,6	8,6			4,5	6,8		9,2	8,4	8,3				9,1	7,6
20	Velká Británie	7,6	6	0,5	6,8	8,2	7,3	7,9				6,8		7,4	7,9	7,7				7,5	8,2
21	Chile	7,2	7	0,3	6,8	7,7	7,0	7,4			7	6,8		7,4	6,9	7,3				7,1	7,7
22	Belgie	7,1	6	0,2	6,8	7,4	6,9	7,2				6,8		7,4	7,1	6,9				7,1	6,9
22	Spojené státy	7,1	8	1,1	5,7	8,9	6,5	7,7				8,9		7,4	6,8	6,7	7,5	7,9		5,7	5,7
24	Uruguay	6,9	5	0,4	6,2	7,4	6,5	7,1			7	6,8		7,4						6,2	6,7
25	Francie	6,8	6	0,6	5,8	7,5	6,4	7,2				6,8		5,8	7,5	7,2				6,7	6,9
26	Estonsko	6,5	8	0,7	5,1	7,1	6,1	6,8			7	5,1	6,8	5,8	7,1	6,8				7,1	6,3
27	Slovinsko	6,4	8	0,9	5,0	7,4	5,9	6,8			6,7	6,8	6,8	7,4	6,2	6				6,9	5,2
28	Kypr	6,3	4	0,4	5,8	6,8	6,0	6,6				6,8		5,8						6,1	6,3
28	Spojené arabské emiráty	6,3	5	1,3	4,9	7,5	5,4	7,3			4,9	5,1		7,4						7,5	6,8
30	Izrael	6,1	6	0,7	5,1	7,2	5,7	6,6				5,1		5,8	6,7	6				7,2	6
30	Španělsko	6,1	6	0,6	5,3	6,8	5,7	6,5				6,8		5,8	6,6	6,3				5,6	5,3
32	Portugalsko	6,0	6	0,9	5,0	7,4	5,4	6,7				6,8		7,4	5,3	5				6	5,6
33	Botswana	5,8	6	0,6	5,2	6,8	5,4	6,2		5,6	6	6,8		5,8						5,2	5,3
33	Portoriko	5,8	4	0,7	5,2	6,8	5,3	6,4				6,8		5,8						5,5	5,2
33	Taiwan	5,8	9	0,7	5,1	7,1	5,5	6,2			6,7	5,1		5,8	5,8	7,1	5,2	5,4		5,7	5,8
36	Bhútán	5,7	4	0,7	5,1	6,8	5,1	6,2	5,1		6,2			5,8					6,6		
37	Malta	5,6	3	0,3	5,3	5,8	5,3	5,8						5,8						5,3	5,5
38	Brunej	5,5	3	0,7	4,7	6,1	4,7	6,1						4,7						6,1	5,7
39	Korea (Jižní)	5,4	9	0,5	4,6	6,0	5,1	5,7			6	5,1		4,7	5,7	5,8	5,8	5,6		5,2	4,6
39	Mauricius	5,4	6	0,8	4,7	6,8	4,9	5,9		4,8	5,6	6,8		4,7						5,2	5,2
41	Kostarika	5,3	5	1,0	4,7	6,8	4,7	6,0			5,6	6,8		4,7						4,7	4,7
41	Omán	5,3	5	1,6	3,1	7,1	4,1	6,4			3,1	5,1		4,7						6,5	7,1
41	Polsko	5,3	8	0,4	4,7	5,8	5,0	5,5			5,6	5,1	5,1	5,8	4,9	4,7				5,8	5,1
44	Dominika	5,2	3	0,6	4,7	5,8	4,7	5,8				5,1		5,8					4,7		
45	Kapverdy	5,1	4	1,3	3,4	6,6	4,1	6,1		5,6				3,4					6,6		5
46	Litva	5,0	8	1,0	3,4	6,8	4,4	5,5			5,6	6,8	4,8	3,4	4,9	5,1				4,7	4,5
46	Macao	5,0	3	1,4	3,4	5,8	3,4	5,8						3,4			5,7	5,6			
48	Bahrajn	4,9	5	1,2	3,1	5,9	4,1	5,7			3,1	5,1		4,7						5,9	5,9
49	Seychely	4,8	3	1,9	3,0	6,8	3,0	6,8		3		6,8		4,7							
50	Maďarsko	4,7	8	1,4	2,3	6,8	3,9	5,5			5,6	6,8	4,8	5,8	4,7	2,3				3,8	3,7
50	Jordánsko	4,7	7	1,3	3,1	6,1	4,0	5,5			3,1	3,3		4,7	6,1	5,6				6,1	4,3
50	Saudská Arábie	4,7	5	2,0	2,3	7,3	3,3	6,0			2,3	3,3		4,7						5,9	7,3
53	Česká republika	4,6	8	0,9	3,3	5,8	4,1	5,1			6,2	5,1	5,1	5,8	4,7	4				3,8	3,3
54	Kuvajt	4,5	5	1,8	2,7	7,4	3,3	5,9			2,7	3,3		7,4						4,4	4,5
54	Jižní Afrika	4,5	8	0,6	3,4	5,1	4,1	4,8		4,8	3,9	5,1		3,4	4,7	4,5				5,1	4,4
56	Malajsie	4,4	9	0,9	3,3	6,3	3,9	4,9			4,5	3,3		3,4	5,2	6,3	3,6	4,6		4,5	4,6
56	Namibie	4,4	6	0,8	3,3	5,1	3,9	4,9		3,7	4,9	3,3		4,7						5,1	5,1
56	Turecko	4,4	7	0,7	3,3	5,2	4,0	4,8			4,5	3,3		4,7	5,2	5,2				4,4	3,9
59	Lotyšsko	4,3	6	0,8	3,4	5,1	3,7	4,8			4,9	5,1	5,1	3,4						3,6	3,6
59	Slovensko	4,3	8	1,0	3,1	5,8	3,8	4,9			5,2	5,1	4,5	5,8	3,8	3,6				3,4	3,1
59	Tunisko	4,3	6	2,0	2,3	6,6	3,0	5,6		2,5	2,3	3,3		4,7						6,6	6,6
62	Chorvatsko	4,1	8	0,8	3,4	5,2	3,7	4,5			5,2	5,1	3,8	4,7	3,6	3,7				3,4	3,4
62	Makedonie	4,1	5	0,5	3,3	4,7	3,7	4,5			4,5	3,3	4							4,7	4,3
62	Ghana	4,1	7	1,0	2,7	5,1	3,4	4,7		4,8	3,9	5,1		4,7					4,7	2,7	2,7
62	Samoa	4,1	3	0,7	3,4	4,7	3,4	4,7	4					3,4					4,7		
66	Rwanda	4,0	5	1,6	3,0	6,7	3,2	5,1		3	3,5			3,4					3,3		6,7
67	Itálie	3,9	6	0,7	3,3	5,1	3,5	4,4				3,3		3,4	5,1	4,6				3,6	3,8
68	Gruzie	3,8	7	1,4	2,1	5,7	3,0	4,7	2,9		4,9		3,3	2,1					2,7	5,2	5,7
69	Brazílie	3,7	7	0,9	2,7	5,6	3,2	4,3			5,6	3,3		3,4	3,6	2,7				3,3	3,9
69	Kuba	3,7	3	1,3	2,6	5,1	2,6	5,1			3,5	5,1		2,6							
69	Černá hora	3,7	5	0,8	2,6	4,5	3,1	4,3			3,6		3,3	2,6						4,5	4,6
69	Rumunsko	3,7	8	0,8	2,4	4,9	3,3	4,2			4,9	3,3	4	3,4	2,4	3,3				4,7	3,8
73	Bulharsko	3,6	8	0,7	2,9	5,2	3,2	4,0			5,2	3,3	4	3,4	3,4	3,3				3,2	2,9
73	Salvador	3,6	5	0,3	3,3	3,9	3,4	3,8			3,9	3,3		3,4						3,9	3,5
73	Panama	3,6	5	0,7	3,1	4,7	3,2	4,1			3,1	3,3		4,7						3,9	3,2
73	Trinidad a Tobago	3,6	4	0,8	2,8	4,7	3,0	4,3				3,3		4,7						3,6	2,8
73	Vanuatu	3,6	3	1,9	2,3	5,8	2,3	5,8	2,3					5,8					2,7		
78	Čína	3,5	9	0,9	2,3	5,5	3,0	4,0			2,3	3,3		2,6	2,8	3,7	5,5	3,5		3,6	4,1
78	Kolumbie	3,5	7	0,8	3,1	5,2	3,2	4,0			3,1	3,3		3,4	5,2	3,3				3,1	3,3
78	Řecko	3,5	6	0,6	2,9	4,5	3,1	3,9				3,3		3,4	3,8	4,5				2,9	2,9

Zdroj: Transparency International. (Leden 2011). *CPI 2010.* Získáno 12. Duben 2011, z Transparency International: http://www.transparency.cz/pdf/CPI2010_tabulka%20CZ.pdf

VII. Viktor Kožený na Bahamách- obrázek z roku 2010

Zdroj: ŠPAČKOVÁ, I. (27. Leden 2010). *Ekonomika.* Získáno 12. Duben 2011, z iDnes.cz: http://ekonomika.idnes.cz/ekonomika.aspx?r=ekonomika&c=A100127_095304_ekonomika_spi

VIII. Bernard Madoff



Zdroj: probaway. (11. Prosinec 2010). *Bernad Madoff for President*. Získáno 12. Duben 2011, z Probaway: http://probaway.wordpress.com/2010/12/11/bernie-madoff-for-president/