

BURZY A ORGANIZÁTOŘI MIMOBURZOVNÍCH TRHŮ

PROF. ING. OLDŘICH REJNUŠ, CSc.

/UČEBNÍ POMŮCKA PRO PŘEDMĚT: „BURZY A CENNÉ PAPÍRY“/

**EKONOMICKO SPRÁVNÍ FAKULTA
MASARYKOVA UNIVERZITA BRNO**

Na finančních trzích je možno se setkat se dvěma druhy institucí, jejichž podnikatelskou činností je organizování trhu s finančními investičními instrumenty. Jsou jimi:

■ **Burzy**

■ **Organizátoři mimoburzovních trhů**

V obou těchto případech se jedná o licencované finanční instituce,¹ jejichž podnikatelskou činností je agregace nabídky a poptávky zde obchodovaných finančních investičních instrumentů, párování zavedených objednávek (obchodních příkazů) spojené s uzavíráním obchodů a následné zabezpečení jejich vypořádání. Tato jejich činnost přispívá jak k tvorbě tržních cen (v daném případě kurzů), tak i k utváření cenového systému finančních investičních instrumentů jež se na nich obchodují.

1. BURZY

Burzy jsou všeobecně považovány za vrcholové instituce příslušných trhů, přičemž jsou charakteristické určitými, pro ně specifickými vlastnostmi:

◆ **Způsob obchodování je založen na metodě oboustranné aukce**

Jde o způsob obchodování jenž účastníkům umožňuje průběžně měnit (upravovat) jejich nákupy i prodejní obchodní příkazy, a to jak co do množství, tak i do cen.

◆ **K provozování burzovního obchodování je vždy potřeba zvláštního povolení**

Ve většině zemí se jedná zpravidla o tzv. burzovní licenci udělovanou burze příslušným regulátorem trhu resp. případně některým státním orgánem (např. ministerstvem).

◆ **Jednotlivé druhy burzovních obchodů jsou přesně stanoveny**

Příslušné povolení (licence) musí obsahovat vymezení její činnosti. To znamená, že musí stanovit, s čím smí burza obchodovat, jakož i jaké druhy obchodů může uzavírat, neboli zda může uzavírat pouze obchody promptní (spotové), nebo i některé druhy obchodů termínových.²

◆ **Předměty obchodu se na burzách fyzicky nenalézají**

To znamená, že se zde obchodují pouze tzv. zastupitelné předměty, které jsou určitým způsobem standardizovány a jsou proto vždy navzájem zaměnitelné. U cenných papírů se musí např. výhradně jednat o tzv. „zastupitelné cenné papíry“, zaručující jejich vlastníkům stejná práva apod.

¹ Ve většině ekonomicky vyspělých zemích se zpravidla jedná o akciové společnosti přísně regulované státem, což je rovněž i případ České republiky. Nicméně existují i možnosti jejich jiného právního uspořádání a to zejména v případech, pokud je zakládá stát.

² Termínovými obchody je možno rozumět takové druhy obchodů, jejichž termín vypořádání nastane až s podstatným časovým odstupem po jejich uzavření.

◆ **Musí být přesně stanovena nejnižší přípustná obchodovatelná množství**

Každá burza může mít sice tato jednotková množství /tzv. loty/ jiné velikosti, nicméně je musí mít vždy přesně vymezeny. Tím je jednoznačně určeno, v jakých minimálních množstevních objemech, včetně jejich násobků, je možno sjednávat obchody.

◆ **Čas a místo burzovního obchodování jsou předem určeny**

Burzovní obchody se konají pravidelně v určenou dobu a na určeném místě, k čemuž slouží předem vydaný burzovní kalendář. Předem bývají přesně určeny i burzovní hodiny, mimo něž nelze na dané burze obchodovat.

◆ **Obchodování na burzách se smí účastnit pouze přesně vymezený okruh osob**

Vzhledem ke skutečnosti, že burzy nejsou volně přístupnými trhy, má každá burza svými předpisy stanovena pravidla pro určení institucí a osob, jež jsou tzv. přímými účastníky trhu. Jedná se především o burzovní obchodníky, kteří zde zastupují členské firmy, nebo o burzovní zprostředkovatele (dohodce) jmenované burzou.

Burzy lze systemizovat z různých hledisek, přičemž za nejvýznamnější kritérium jejich členění bývá nejčastěji považováno předmětné zaměření jejich činnosti (neboli s čím se na nich obchoduje).

Na základě tohoto pohledu je možno burzy finančních instrumentů¹ členit na:

- Burzy cenných papírů**
- Burzy devizové**

1.1. BURZY CENNÝCH PAPIRŮ

Burzy cenných papírů je možno definovat jako relativně samostatné ekonomické, organizační a technické systémy, působící v rámci kapitálového trhu. Představují vysoce organizované sekundární trhy, na nichž se obchodují již dříve vydané veřejně obchodovatelné cenné papíry.² Jejich nezastupitelnou funkcí je především to, že na nich vytvářenými kurzy se zpravidla řídí nejen všechny ostatní stejně zaměřené sekundární trhy, ale i trhy primární. Čím jsou jednotlivé burzy významnější a čím vyšší stupeň obecné prestiže vykazují, tím se také na nich obchodují kvalitnější a všeobecně uznávanější emise cenných papírů, čemuž odpovídá i velikost objemů zde uzavíraných obchodů. To následně přispívá ke zvyšování likvidity na nich kótovaných cenných papírů,

¹ Vedle burz finančních instrumentů ovšem existuje i celá řada burz komoditních (zbožových), z nichž nejrozšířenější jsou burzy plodinové, dále burzy, na kterých je obchodována ropa, různé druhy kovů a pod. Mimo to existují i tzv. burzy služeb. V daném případě se ovšem jedná pouze o burzy lodního prostoru, na nichž se tradičně obchoduje s prostorami lodí. Význam těchto burz ovšem postupně upadá.

² Na burzách je ovšem možno někdy obchodovat také s nově emitovanými cennými papíry, které zde ovšem za emitenta nabízejí tzv. tvůrci trhu (market-makeři) v rámci své kótace. Jedná se zejména o případy, kdy dochází k dodatečnému navýšení počtu kusů již dříve obchodovaných emisí cenných papírů – zejména akcií (např. při navyšování základního kapitálu akciové společnosti).

což zvyšuje prestiž jejich emitentů a současně zpětně příznivě působí na vývoj jejich tržních cen (v daném případě kurzů).

Vzhledem ke skutečnosti, že za nejvýznamnější burzy cenných papírů jsou na celém světě jednoznačně považovány burzy akciové, bude další výklad přizpůsoben především tomuto druhu burz.

1.1.1. Význam jednotlivých burz cenných papírů

Čím jsou burzy významnější a čím vyšší stupeň obecné prestiže mají, tím se také na nich obchodují kvalitnější a světově uznávanější cenné papíry, čemuž odpovídají i jejich obchodované objemy.

Obecně se má za to, že z mezinárodního pohledu nejvýznamnější, často též označované jako „*nadnárodní burzy*“, dosahují nejenom nejvyšších *tržních kapitalizací*¹ a největších objemů uzavíraných obchodů, ale co je ještě významnější, že se zde mimo tuzemských cenných papírů obchodují ve velkých objemech i nejkvalitnější cenné papíry prestižních zahraničních firem.

Činnost nadnárodních burz, kterých ovšem existuje na světě pouze několik,² doplňuje celá řada burz dalších:

V první řadě se jedná o tzv. „*burzy mezinárodní*“, vykazující oproti burzám nadnárodním nejen nižší tržní kapitalizaci a nižší objemy obchodů, ale co je nejvýznamnějším kritériem, i nižší podíl zde obchodovaných zahraničních cenných papírů. Těchto burz je na světě již podstatně více.³

Pokud se týká dalších, obecně již méně významných burz, prakticky ve všech průmyslově rozvinutých zemích existují „*burzy národní*“, jež jsou ještě v některých, zejména větších státech doplněny „*burzami regionálními*“ neboli „*lokálními*“.

1.1.2. Segmentace burzovních trhů

Většina burz rozděluje cenné papíry, jež obchoduje, do různých segmentů, neboli dílčích trhů. Ty se od sebe liší nejen emisemi cenných papírů jež zahrnují, ale též i způsoby jejich obchodování, jakož i dalšími požadavky stanovenými burzou pro jejich přijetí. V odborné terminologii se jedná o tzv. požadavky na „*listing*“, přičemž rozdíly v jejich náročnosti jsou také hlavním důvodem pro existenci těchto segmentů trhu.

Cenné papíry nejvýznamnějších a zpravidla také nejlikvidnějších společností jsou obchodovány v segmentech, majících nejprísnější podmínky pro zapsání */listing requirements/*. Tyto segmenty se obecně vyznačují značnou bezpečností, jež má pozitivní

¹ Tržní kapitalizace burzy se rovná součtu tržních kapitalizací všech zde obchodovaných emisí cenných papírů, které vypočteme vynásobením počtu emitovaných kusů cenných papírů v každé emisi jejich současným kurzem. S růstem kurzů na burze tedy tržní kapitalizace burzy stoupá a naopak.

² Tento celosvětový charakter je obecně přisuzován především New York Stock Exchange, International Stock Exchange London, Tokyo Stock Exchange, případně ještě několika dalším burzám.

³ Např. v Evropě je možno do této skupiny zařadit zejména Frankfurter Wertpapierbörse, Bourse des Valeurs de Paris, případně některé další burzy cenných papírů..

vliv na zájem investorů, a pro společnosti, jejichž cenné papíry jsou obchodovány na těchto trzích, je jejich přijetí i velkou prestiží.

Pro jednotlivé segmenty bývají často vytvářeny speciální obchodní systémy, které zde zapsaným cenným papírům nejvíce vyhovují. Je všeobecně známo, že je třeba zajistit jiný obchodní systém pro segment s nejkvalitnějšími a nejlikvidnějšími cennými papíry a jiný pro rizikové a málo likvidní cenné papíry např. malých, ale rychle rostoucích společností.

Na světových akciových burzách můžeme např. často najít:

- ◆ *segmenty pro nejkvalitnější a nejlikvidnější akcie firem domácí země,¹*
- ◆ *segmenty pro méně likvidní akcie méně známých ale kvalitních domácích společností,*
- ◆ *segmenty pro zahraniční akcie,*
- ◆ *segmenty pro akcie mladých, ale rychle rostoucích společností,*
- ◆ *segmenty specializované na akcie určitých druhů společností.²*

Přitom je samozřejmé, že na jednotlivých burzách mohou existovat i segmenty další, a to např. i pro jiné druhy cenných papírů než pouze pro akcie.

1.1.3. Druhy burzovních obchodních systémů

Obecný postup realizace burzovního obchodního případu se dá zjednodušeně popsat takto:

Obchodník s cennými papíry (brokerská firma) obdrží od svého zákazníka objednávku, jenž v ní specifikuje své dispozice. Uvedenou objednávku zaeviduje podle platných legislativních předpisů a následně ji stanoveným způsobem uplatní, čímž objednávka vstoupí do procesu burzovního obchodování. Pokud uplatněný příkaz nalezne protistranu (neboli je spárován), dojde k uzavření obchodu postupem závazně stanoveným pokyny příslušné burzy. Takový obchod je neprodleně zaregistrován do příslušné burzovní evidence, přičemž je zároveň odpovídajícím způsobem zveřejněn a následně, rovněž v souladu s platnými burzovními pravidly, proběhne jeho vypořádání.

Takto popsaný průběh realizace obchodního případu je ovšem možno považovat za značně zjednodušený. Jeho skutečná realizace je totiž podstatně složitější a navíc v různých zemích světa často i poněkud odlišná. Je tomu jednak proto, že jak zakládání, tak i funkce burz a dohled nad nimi se vždy opírají o často vzájemně odlišné právní normy jednotlivých zemí, jednak proto, že zákony upravující činnost burz ukládají jejím orgánům povinnost vypracovat vlastní burzovní pravidla a předpisy. To podtrhuje mimo jiné i skutečnost, že tato pravidla bývají po jejich navržení schvalována příslušnými státními orgány, přičemž teprve následně bývá burzám udělována licence.

V následujícím pojednání bude věnována pozornost jednotlivým druhům obchodních systémů, jež burzy cenných papírů nejčastěji používají. Přitom je potřeba respektovat

¹ Na Londýnské burze se např. jedná o "Hlavní trh" /*Main Market*/, na Frankfurtské burze je to "Oficiální trh" /*Amlichter Handel*/, na Tokijské burze "První sekce" /*First Section*/.

² Příkladem mohou být např. akcie tzv. technologických společností.

skutečnost, že tyto systémy bývají voleny s ohledem na to, jaké cenné papíry se na příslušném segmentu trhu obchodují, neboli zda se jedná o akcie, obligace či jiné druhy cenných papírů, jsou-li listinné či dematerializované,¹ jaká je jejich likvidita apod. Dále se mohou vzájemně lišit mírou využívání výpočetní techniky. Některé obchodní systémy využívají výpočetní techniku pouze pro shromažďování a zobrazování příkazů, jiné ji používají přímo pro spárování příkazů a tvorbu kurzů. Existují jak obchodní systémy využívající obchodování na parketu burzy (tzv. prezenční obchodní systémy využívající často tzv. „*metody veřejného křiku*“), v protikladu k nim pak plně elektronické obchodní systémy, které parket nevyžadují a obchodování probíhá prostřednictvím terminálů spojených v síti. Na mnoha světových burzovních trzích existují společně jak plně elektronické obchodní systémy, tak i parket, přičemž v některých případech může záviset na druhu objednávky, na který trh bude zařazena.

1.1.3.1. Obchodní systém řízený příkazy

Systém řízený příkazy */order driven system/* je prezenčním obchodním systémem charakteristickým tím, že kupní a prodejní příkazy jsou soustředěny u příslušného burzovního zprostředkovatele již před zahájením vlastního obchodování. Ten na základě obdržených příkazů stanoví kurz, který musí odpovídat takové ceně, při níž se dosáhne maximálně dosažitelného množství uskutečnitelných transakcí. Takto stanovený kurz je pro daný okamžik vždy pouze jediným kurzem existujícím na daném burzovním trhu.

V rámci tohoto systému mohou ovšem existovat určité modifikace v tom, že kurz může být ve smyslu burzovních předpisů jednotlivých burz stanovován během jednoho obchodního dne jak pouze jednou, tak i vícekrát. Proto je i v burzovní terminologii nutno rozlišovat, zda se v daném případě jedná o tzv. „*jednotný kurz*“, stanovovaný pouze jednou za celý obchodní den, nebo o „*kurzy jednotlivé*“, kdy je v průběhu jednoho obchodního dne stanoveno u každého titulu kurzů několik, přičemž poslední kurz je kurzem uzavíracím.

Obchodní systémy řízené příkazy se používají nejčastěji v kontinentální Evropě a jsou vyhovující spíše pro trhy vykazující menší volatilitu kurzů, což je typické především pro trhy dluhopisů.

1.1.3.2. Obchodní systém s centrální příkazovou knihou

Jedná se o druh obchodního systému, jenž je obdobou předešlého systému řízeného příkazy. Všichni obchodníci, kteří jsou si vzájemně rovni, zadávají prostřednictvím terminálů své příkazy do centrální objednávkové knihy */central order book/*, kde se automaticky řadí podle své cenové a časové priority. Vzájemně si vyhovující kupní a prodejní příkazy se následně automaticky spojují */tzv. matching/*, čímž dochází k naprosto nestrannému uzavírání obchodů.

Proti systému řízenému příkazy je obchodování v obchodním systému s centrální příkazovou knihou kontinuální, takže se jedná o tzv. „*kontinuální kótaci*“.

¹ V České republice jsou označovány jako „zaknihované“ cenné papíry.

Obchodování v tomto systému probíhá zpravidla takto:

- 1) Zahájení samotného obchodování předchází tzv. přípravná fáze, během níž přicházejí příkazy, které se řadí do centrální příkazové knihy dle své cenové a časové priority. V rámci této fáze se neuzavírají žádné obchody a obvykle je možno pouze vkládat, modifikovat a mazat již podané příkazy.
- 2) V další fázi, nazývané fází otevírací, je již zahájeno samotné obchodování a to tak, že podle příkazů došlých před otevřením trhu centrální počítačový systém automaticky, na principu dosažení maximálního obratu, stanoví otevírací kurz.
- 3) Po stanovení otevíracího kurzu a přednostním vyřízení příkazů z otevírací fáze je následně zahájeno průběžné obchodování, přičemž přijímání nových příkazů vede k provádění dalších obchodních transakcí (pokud se ovšem v centrální příkazové knize nalézají vhodné protipříkazy).

Obchodní systém s centrální příkazovou knihou se vyznačuje spravedlivostí a transparentností.¹

1.1.3.3. Obchodní systém řízený cenou

Obchodní systém řízený cenou */price driven system/* je prezenčním obchodním systémem majícím decentralizovaný charakter. Jednotliví účastníci zde totiž obchodují přímo mezi sebou za individuálně dohadované burzovní ceny. Na tomto typu trhu sehrávají významnou úlohu burzovní zprostředkovatelé (dohodci), kteří zde vykonávají nejen zprostředkovatelskou činnost, ale obchodují i na vlastní účet. Jedná se o tzv. tvůrce trhu */market-makers/*, jejichž povinností je nepřetržitá oboustranná kotace, čímž v rámci celého obchodního dne zajišťují potřebnou likviditu trhu. Pokud se týká obchodníků, ti mohou uzavírat obchody jak přímo mezi sebou, tak s tvůrci trhu, přičemž se vždy snaží vyhledat na trhu partnera, s nímž by mohli uzavřít obchod pro ně za co nejvýhodnějších cenových podmínek, neboli za co nejvýhodnější kurz. Obchodování v tomto systému probíhá kontinuálně.

Zavedení a používání obchodního systému řízeného cenou ovšem vyžaduje poměrně vysokou kapitálovou vybavenost tvůrců trhu, neboť jsou povinni realizovat obchody na vlastní účet.

1.1.3.4. Obchodní systém řízený kotacemi

Obchodní systém řízený kotacemi */quote driven system/* je elektronickou obdobou systému řízeného cenou. To znamená, že i v něm jsou zastoupeny dvě skupiny účastníků, neboli obchodníci a tvůrce trhu.

Obchodníci i tvůrce trhu mají při obchodování prostřednictvím tohoto obchodního systému možnost vyvolávat si prostřednictvím terminálu aktuální kurzy všech zde obchodovaných cenných papírů a zavádět své příkazy do burzovního počítačového systému. Co se týče tvůrců trhu, ti jsou ještě navíc povinni kurzy pravidelně kótovat. Vzhledem ke skutečnosti, že systém automaticky spáruje vzájemně si vyhovující příkazy,

¹ Nejvýznamnějšími burzami využívajícími tento model v některých segmentech trhu jsou burzy cenných papírů v Tokiu a Londýně.

jež mohou pocházet jak od tvůrců trhu, tak i ode všech dalších zúčastněných obchodníků s cennými papíry, je zřejmé, že není poháněn pouze kótacemi tvůrců trhu. Tím, že ostatní obchodníci vkládají do systému průběžně též příkazy svých klientů, účastní se obchodování i oni. Navíc se na těchto trzích uplatňuje i kapitálová angažovanost mnoha brokerských firem (zejména těch, které fungují jako tvůrci trhu).¹

1.1.3.5. Aukční obchodní systém

Klasický aukční systém */auction system/* je systémem prezenčním. Vyznačuje se obecně tím, že obchodníci s kupními a prodejními příkazy se přímo a bez jakéhokoli zprostředkovatele vzájemně domlouvají na tržní ceně. Jedná se tedy o klasickou metodu obchodování. Dnes se však již na vyspělých akciových trzích ve své klasické podobě prakticky nepoužívá.

V současné době je však jeho používanou variantou obchodní systém nazývaný buď jako *aukční systém se specialisty*, nebo jako *zákazníkem řízený systém /customer-driven system/*. Obchodování zde probíhá tak, že investor podá u svého obchodníka s cennými papíry objednávku, která je urychleně postoupena na parket brokerovi. Ten se s ní dostaví na místo, kde tento cenný papír kotuje specialista. Pokud je například u tohoto cenného papíru v daném okamžiku rozpětí 50/52 (specialista nakupuje za 50 a prodává za 52), může broker nabídnout ostatním účastníkům jak nákup, tak i prodej pouze v rozmezí těchto cen. Musí tak učinit proto, že kdyby chtěl koupit pod 50 nebo prodat nad 52, nenajde protistranu, protože každý prodávající se raději než na něj obrátí na specialistu, u kterého za své akcie obdrží přesně 50, resp. v případě nákupu je od něj dostane za 52. Proto je akční rádius každého zúčastněného brokera pouze v daném rozpětí. Pokud by ovšem sledovaný investor omezil svůj nákupní příkaz limitní cenou nižší než 50 nebo prodejní příkaz limitoval nad 52, uloží jím pověřený broker tento příkaz u specialisty, a to až do doby, než bude kotována cena taková, aby stanovenému limitu vyhovovala.²

1.1.3.6. Aukční obchodní systém s jednotnou cenou

Elektronická burza využívající obchodního aukčního systému s jednotnou cenou */single price auction system/* je založena na podobném principu jako elektronická burza využívající obchodního systému s centrální příkazovou knihou s tím rozdílem, že využívá systému jednotných kurzů. To znamená, že kurzy obchodovaných cenných papírů jsou stanovovány pouze jednou denně, zpravidla na počátku příslušného obchodního dne, a to na principu maximálního obratu.

V tomto systému neexistují burzovní zprostředkovatelé. Jejich činnost zde nahrazuje počítač. Jde o systém statický, kurzy jsou fixovány a nesledují okamžité cenové tendence. Pro své nedostatky tudíž nebývá na vyspělých trzích používán, resp. slouží pouze jako doplněk k jiným systémům.³

¹ Obchodním systémem tohoto typu je i obchodní systém segmentu trhu pražské burzy SPAD.

² Tento systém se využívá například na NYSE (New York Stock Exchange), AMEX (American Exchange) a Tokyo Stock Exchange pro nejlikvidnější cenné papíry.

³ Určité prvky tohoto systému se používají např. na burze v Praze při obchodování na volném trhu burzy, nebo např. ve Varšavě. Ve všech těchto případech se však tohoto systému používá pouze pro obchodování méně likvidních emisí.

1.1.4. Druhy burzovních příkazů

Aby mohly burzovní systémy reálně fungovat, musejí do nich vstupovat nákupní a prodejní příkazy, přičemž každý takový příkaz musí obsahovat určité, burzovními předpisy předepsané údaje.

Každý burzovní příkaz musí především:

- ◆ Jednoznačně definovat **předmět obchodu**, neboli stanovit, kterého cenného papíru se konkrétně týká. Emise veřejně obchodovatelných cenných papírů jsou celosvětově označovány kódem ISIN */International Securities Identification Number/*, což je dvanáctimístný alfanumerický kód, kde první dvě pozice představují zkratku země emitenta (např. CZ – Česká republika), za níž následuje desetimístné číselné označení konkrétního cenného papíru. Tím je zajištěno, že každý, v kterékoli zemi světa existující veřejně obchodovaný cenný papír má svůj vlastní identický kód, a tudíž nemůže na žádném veřejném trhu dojít k jeho záměně, i když je třeba obchodován současně na různých světových trzích.¹
- ◆ Určit, zda se jedná o **příkaz ke koupi**, nebo **k prodeji**.
- ◆ Stanovit **cenovou dispozici**. Buď se jedná o příkaz typu „**co nejlépe**“ */at best order/*, kdy má obchodník koupit nebo prodat určené cenné papíry za co nejlepší možnou cenu (koupit za co nejnižší nebo prodat za co nejvyšší), nebo o **příkaz limitovaný** */limit order/*, kdy investor ve svém příkaze stanoví tzv. limitní cenu (při nákupu nejvyšší možnou a u prodeje nejnižší možnou), kterou broker nesmí v žádném případě překročit.
- ◆ Stanovit **objemové omezení** objednávky, což je buď určení, kolik kusů (případně lotů) cenných papírů má být nakoupeno nebo prodáno, nebo jak velký objem určený v peněžních jednotkách může být při nákupu nebo prodeji zrealizován.
- ◆ Stanovit **časové omezení** objednávky, jež určuje jak dlouho má zůstat podaný příkaz platný. Příkazy mohou mít burzovními předpisy stanovenou časovou platnost definovanou například jako denní, týdenní, měsíční, nebo mohou být omezeny pouze na určitý čas během jednoho obchodního dne. Mezi nejvolnější příkazy tohoto typu patří zejména příkaz „**konej do odvolání**“ */good-till-canceled order/*, který je platný až do vyřízení nebo zrušení investorem. V určitých případech, pokud jsou zadávány přímo investorem přes výpočetní systém brokerské firmy, bývá u nich často definováno přesné datum, určující nejzazší časový termín jejich platnosti. Takto definované příkazy jsou následně obchodními systémy brokerských firem přeformulovávány tak, aby vyhověly konkrétním požadavkům příslušné burzy.²

Mimo výše uvedených povinných náležitostí všech podávaných obchodních příkazů je na některých burzách povoleno užívat i některá další jejich různě definovaná upřesnění.

- ◆ Podané příkazy mohou být na některých burzovních trzích např. určeny k nákupu či prodeji pouze v určitý den při otevření nebo uzavírání burzovního obchodování.

¹ Na jednotlivých trzích se ovšem mohou identifikovat cenné papíry i jinými identifikátory, jako např. v USA označením TICKER, v Německu WPK apod.

² Např. jsou do obchodního systému burzy zadávány opakovaně.

V těchto případech se jedná buď o tzv. **otevírací příkaz** /*opening order*/, který může být proveden pouze v otevíracích cenách zpravidla pouze během prvních pěti minut obchodování, resp. **příkaz uzavírací** /*market on close order*/, který může být zrealizován pouze v uzavíracím cenovém rozpětí opět většinou pouze během posledních pěti minut příslušného obchodního dne.

- ◆ Investor může také vložit příkaz, který obsahuje doložku o zrušení příkazu. Například příkaz „**splň nebo zruš**“ /*fill or kill order*/ musí být vyřízen ihned, jakmile dojde na parket. Pokud se jej nepodaří zrealizovat ihned po jeho zavedení, musí být neprodleně zrušen.
- ◆ Příkazy mohou někdy obsahovat i další omezující podmínky. Mohou například určit spuštění příkazu až v případě, že nastane určitá, investorem upřesněná situace. Klasickým příkladem příkazu tohoto typu je poměrně dost často používaný příkaz „**zastav ztrátu**“ /*stop loss order*/ . Jeho princip spočívá v tom, že pokud se cena určitého cenného papíru dostane na příkazem stanovenou hranici nebo pod ni, pak se tento příkaz stane prodejním příkazem „**co nejlépe**“ /*at best order*/ . Přesným opakem tohoto příkazu je příkaz „**zajisti zisk**“ /*stop buy order*/ , používaný ke koupi v případě neočekávaného vzestupu kurzu. Tento příkaz zároveň určuje limitní cenu, nad kterou je možno nakupovat

Mimo uvedených příkazů se mohou používat i další příkazy tohoto typu, ve kterých se např. předem stanoví cenová hranice, po jejímž dosažení se podaný příkaz přemění na opačný (nákupní či prodejní) příkaz typu /*at best order*/ , nebo předem definovaný příkaz limitní /*stop limit order*/ . Tyto druhy příkazů se používají např. tehdy, když investor nemůže po nějakou dobu sledovat vývoj kurzů.

Obecně lze konstatovat, že každá burza v rámci svých obchodních předpisů přesně definuje veškeré možnosti podávání příkazů, přičemž zejména speciálněji definované příkazy bývají na různých burzách odlišné. Jejich větší varieta a volnost použití umožňují zejména anglosaské burzy.

1.1.5. Bezpečnostní mechanismy burzovního obchodování

Přestože obchodování prostřednictvím burz je všeobecně považováno za nejbezpečnější a nejtransparentnější způsob obchodování vůbec, přesto i je ohrožují některé rizikové faktory. Proto mívají jednotlivé burzy ve svých obchodních systémech zapracovány různé bezpečnostní mechanismy, jež přispívají k tomu, že burza zabezpečuje řádný průběh obchodování a stanovuje tržní, nekalými praktikami nedeformované kurzy cenných papírů, jež na svých trzích (segmentech) obchoduje.

1.1.5.1. Omezení povolených kurzových pohybů

Omezení povolených kurzových pohybů je namířeno nejen proti nadměrné volatilitě (kolísavosti) kurzů, ale napomáhá též omezování případných cenových manipulací. Tento mechanismus se uplatní zejména v situacích, kdy se trh stává příliš spekulativním, neboť je na něm krátkodobě narušena rovnováha poptávky a nabídky. Obecně totiž existuje obava, že zkreslené formování kurzu cenného papíru může mnohé investory přinutit k tomu, aby provedli nevhodná, či nepřiměřená investiční rozhodnutí.

Burzy, aby předcházely takovýmto situacím, stanovují pro cenné papíry obchodované na svých jednotlivých segmentech tzv. denní cenové limity. Ty mohou být stanoveny a aplikovány různým způsobem. Jestliže jsou určené limity překročeny, dojde k přerušení, či dokonce i k úplnému zastavení obchodování s těmi cennými papíry, jichž se to týká.

Vymezené limity bývají nejčastěji vyjádřeny maximálním procentuálním pohybem kurzů za jeden obchodní den, mohou však být vyjádřeny i absolutně, přičemž se zpravidla vztahují k uzavíracím kurzům předchozího dne. Limitů může být stanoveno i několik za sebou a uplatňují se postupně, s příslušnými časovými prodlevami.

Může být například stanovena limitní hranice změny kurzu jednotlivých akcií ve výši 5%. Pokud dojde k jejímu překročení (poklesem či vzestupem kurzu akcie), nastane přerušení obchodování s touto akcií na určitý čas (15 minut, půl hodiny apod.). Pokud cena akcie po znovu obnoveném obchodování pokračuje v započatém trendu a klesne nebo stoupne přes další cenový limit, může dojít k dalšímu přerušení, nebo i k zastavení obchodování s touto akcií po celý zbytek daného obchodního dne. Tyto limity se liší nejen na jednotlivých burzách, ale mohou být různé i pro jednotlivé segmenty (dílní trhy) v rámci jedné burzy. V některých obchodních systémech burz se mohou uplatňovat např. pouze při poklesech a nikoli při vzestupech kurzů.

V některých případech může být přerušení, resp. i zastavení obchodování navázáno na pohyb celého burzovního indexu. V těchto případech se ovšem příslušná regulace vztahuje na obchodování na celém burzovním trhu, resp. na některý jeho v té době ohrožený segment.

Dalším možným opatřením pro omezení kurzových pohybů může být též mechanismus, že když příští potenciální cena vybočí mimo cenový koridor, dojde ke změně ve formě obchodování. Během kontinuálního obchodování tedy volatilní přerušení povede k aukci, během jejíž prodloužené zahajovací fáze mají účastníci trhu dostatek času na promyšlenější umístění svých dalších obchodních příkazů, přičemž jim je rovněž poskytnuta možnost vymazat své předešlé příkazy a nahradit je příkazy novými.¹

1.1.5.2. Přerušení obchodování

Přerušení obchodování */trading halts/* je mechanismus, kterým je možno zabránit situacím, kdy jistá část investorské veřejnosti již byla informována o nějaké nové, nečekaně zveřejněné kurzotvorné záležitosti určité firmy a zbylá část investorů o ní ještě informována nebyla.² Ve chvíli, kdy burze dojde taková doposud nezveřejněná nebo nepřilíš rozšířená informace o společnosti, jejíž cenné papíry kótuje, přeruší burza s těmito cennými papíry obchodování a buď sama příslušnou informaci uveřejní, nebo alespoň umožní její rozšíření právě díky tomu, že obchodování s předmětnými cennými papíry bylo přerušeno. Po určité době, během které mají investoři možnost informaci ohodnotit a provést úpravu svých obchodních příkazů, je obchodování s předmětnými cennými papíry obnoveno.

¹ Tento bezpečnostní mechanismus je zaveden např. na Frankfurtské burze, kde je označován jako „volatilní přerušení“ */volatility interruption/*.

² Nejčastějšími příčinami zastavení burzovního obchodování bývají nečekaně uveřejněné důležité informace, týkající se budoucího vývoje jednotlivých firem. Může se jednat např. o nečekanou fúzi, akvizici nebo joint venture, ale i o štěpení akcií, výplaty dividend v neočekávané výši a pod.

Burzovní předpisy většinou přerušují obchodování časově neupravují, takže může být vyhlášeno na různě dlouhou dobu. Co je v nich však vždy přesně stanoveno je způsob, kterým je znovu zahajováno obchodování. Konkrétní řešení těchto situací se liší jak u jednotlivých burz, tak případně i u jejich dílčích segmentů, a to zejména podle druhů používaných obchodních systémů.

1.1.5.3. Zamezení programového obchodování

V současné době je burzovní obchodování stále více zajišťováno výpočetní technikou, která jednotlivým obchodníkům s cennými papíry umožňuje nejen obchodovat bez jejich osobní přítomnosti, ale i předprogramovat různé obchodní příkazy. Ty se pak automaticky uplatní v okamžiku, jakmile na burzovním trhu nastane určitá situace, většinou odvislá od předem uvažované, podstatnější a přesně definované kurzové změny. V podstatě se jedná o problém spočívající v tom, že v obchodních systémech obchodníků s cennými papíry existuje velké množství takto nadefinovaných, zejména prodejních příkazů, jež se při větších výkyvech kurzů jednotlivých cenných papírů nebo, což je ještě horší, při podstatných výkyvech celého burzovního indexu začnou samy spouštět.

Většina těchto příkazů má za cíl ochránit účastníky burzovního obchodování před neočekávanými poklesy kurzů cenných papírů. Proto je zřejmé, že se jedná především o příkazy prodejní, které se automaticky začnou oživovat při větších poklesech trhu. Pokud tento stav nastane, začnou automaticky nabíhat do obchodního systému burzy, čímž způsobí ještě další nárůst nabídky čímž nastane ještě prudší pokles. Vzhledem ke skutečnosti, že většina obchodujících jedná v těchto krizových situacích podobně, mají též podobně nastaveny „své počítače“. Tím se stane, že každý následný dílčí pokles aktivuje další a další nastavené prodejní příkazy, takže se propad dále umocňuje.

V současné době, vzhledem k úzkým vazbám burz promptních s burzami financial futures a burzami opčními se pravidelně stává, že propad jednoho z těchto trhů, zpravidla promptního, srazí následně i oba trhy ostatní. Z uvedeného důvodu proto některé burzy po dosažení určité míry poklesu svého burzovního indexu používání programového obchodování zamezují.¹

1.1.5.4. Stanovení pohotovostních pravidel

Vzhledem k tomu, že obchodování na burze může být též přerušeno např. v důsledku selhání počítače, lidského faktoru nebo celého obchodního systému, resp. i jiných případných událostí, musí mít všechny burzy pro tyto situace připraveny tzv. pohotovostní pravidla. Ta spočívají především v zaevidování všech až doposud uzavřených obchodů, v zaznamenání posledních dosažených kurzů a všech zavedených obchodních příkazů, apod.

Přestože se mohou pohotovostní pravidla jednotlivých burz (resp. jednotlivých dílčích segmentů téže burzy) navzájem lišit, musí vždy zabezpečit, aby v důsledku přerušování obchodování nemohl být žádný účastník burzovního obchodování poškozen. To znamená,

¹ Toto opatření je používáno např. na New York Stock Exchange, kde bylo zavedeno po krachu 19. října 1987 a v uvedených situacích je zde možno vkládat příkazy pouze manuálně. Naproti tomu na některých trzích toto opatření není, což se např. projevilo velkými denními poklesy během roku 2000 na mimoburzovním trhu NASDAQ.

že jejich součástí musí být též závazné podmínky včetně způsobu opětného zahájení obchodování.

1.1.5.5. Monitorování mimořádných kurzových a objemových změn

Převážná většina větších výkyvů kurzů obchodovaných cenných papírů a s nimi souvisejících prudších nárůstů resp. poklesů jejich zobchodovaných objemů může být uspokojivě vysvětlena. Souvisejí např. s neočekávanými hospodářskými výsledky firem, resp. s dalšími firemními zprávami, dále s vývojovými trendy v průmyslu, národními ekonomickými a politickými faktory, náladou na trhu, resp. s celou řadou dalších, zejména ekonomických faktorů, a to i na mezinárodní úrovni. Tam, kde ale evidentně neexistuje žádné legitimní vysvětlení, by však burza měla iniciovat vyšetřování.

Za účelem odhalování neodůvodněných cenových pohybů (zejména u akcií) mají významné světové burzy přímo ve svých burzovních systémech zabudovány mechanismy, které jsou jedním z neúčinnějších opatření proti obchodům založeným na zneužívání neveřejných informací /*insider trading*/. V podstatě se jedná o počítačové systémy, které monitorují probíhající obchodování a automaticky signalizují všechny neobvyklé změny ať už v objemu, nebo v ceně, přičemž se hledají i některé možné významné vazby mezi jednotlivými typy obchodů, zejména mezi obchody promptními a s nimi souvisejícími obchody opčními. To je velmi významné při odhalování případných manipulací kurzů a tzv. zasvěcencových obchodů, prováděných některými účastníky trhu.

V případě, že burzovní systém oznámí nějaký neobvyklý pohyb, bývá zahájeno vyšetřování. To směřuje jak k obchodníkům, kteří obchod provedli, tak i k předmětné akciové společnosti, v níž se prověřuje řada faktorů. Zkoumá se např., zda existují nějaká závažná oznámení, jež čekají na vyřízení a doposud jsou buď nerozhodnuta nebo neznámá veřejnosti, nebo např. rozhodnutí o fúzi, akvizici, propouštění zaměstnanců apod.

Současně dozorcí personál burzy provede elektronický audit zaměřený na rekonstrukci detailů provedeného obchodu. Ten má za úkol zjistit, zda nějaká členská firma, resp. i více firem účastnících se obchodování s předmětným cenným papírem tzv. nevyčnívá. Pokud se tak stane, je dalším krokem její kontaktování a získání konkrétních jmen všech zákazníků zapojených v tomto obchodě. Všechna zjištěná jména jsou následně automaticky porovnávána se jmény úředníků, ředitelů, a jiných firemních i nefiremních zasvěcenců /*tzv. insiders*/ za účelem nalezení možných spojení nebo nezákonných informačních toků.¹

1.1.6. Zveřejňování burzovních informací

Význam správné a bezchybné funkce burzovního informačního systému má pro každou burzu mimořádný význam. Včasné zveřejňování burzovních informací a jejich kvalita jsou totiž bezpodmínečně nutné pro vytváření spravedlivých a rovných podmínek

¹ Tyto ochranné systémy jsou nejvíce rozšířeny na amerických akciových burzách.

pro všechny účastníky burzovního obchodování, což značnou měrou přispívá ke kvalitě celé burzovní činnosti.

Burza pravidelně zveřejňuje určitý soubor informací, jež je možno rozdělit do těchto následujících skupin:

- průběžné informace o aktuálním vývoji na burzovním trhu v průběhu obchodování**
- informace o konečných výsledcích obchodního dne**
- prezentace souhrnných ukazatelů burzovního obchodování**
- ostatní burzovní informace**

1.1.6.1. Průběžné informace o aktuálním vývoji na burzovním trhu v průběhu obchodování

Význam včasných a kvalitních „on-line“ informací z průběhu burzovního obchodování je základním předpokladem toho, aby mohla burza cenných papírů vůbec fungovat. Je tomu tak proto, že rychlé a kvalitní informování o aktuálním stavu na všech segmentech burzovního trhu má zásadní vliv nejenom na chování přímých účastníků obchodování, ale i na chování mnoha investorů, z nichž mnozí, přestože nejsou členy burzy, mohou zadávat své „on-line“ obchodní příkazy prostřednictvím obchodního systému příslušné brokerské firmy. To přímo ovlivňuje nabídku i poptávku u jednotlivých burzovních titulů a má významný vliv na velikost realizovaných objemů a tím i likviditu trhu.

Každá porucha resp. výpadek v poskytování těchto informací nejenže znemožňuje vlastní obchodování, ale vážně ohrožuje všechny účastníky trhu. Z toho vyplývá, že pokud by k uvedenému výpadku došlo, je vždy nutno neprodleně burzovní obchodování přerušit.

1.1.6.2. Informace o konečných výsledcích obchodního dne

Informace o konečných výsledcích jednotlivých obchodních dnů spočívají především ve zveřejňování „závěrečných kurzů“ cenných papírů a jejich zobchodovaných objemů pro potřeby širokého burzovního publika. Tyto informace se oficiálně zveřejňují ve speciálních kurzovních lístcích, které vycházejí každý burzovní den. Navíc je zpravidla zveřejňuje (zejména pokud se jedná o cenné papíry obchodované na nejprestižnějších segmentech trhu) většina finančních novin.

1.1.6.3. Prezentace souhrnných ukazatelů burzovního obchodování

Velmi sledovanými souhrnnými indikátory vývoje kurzů cenných papírů jsou burzovní indexy. Ty koncentrují pohyby kurzů mnoha stejnorodých cenných papírů do jednoho čísla, čímž vypovídají o vývojových tendencích trhu. Vzhledem k tomu, že odrážejí jak současný stav vývoje kurzů cenných papírů, tak i dlouhodobé trendy, stávají se rovněž

významným měřítkem pro posuzování dlouhodobé výnosnosti investic do příslušných cenných papírů¹ z pozice investora.

Burzovní indexy jsou vytvářeny za jednotlivé druhy obchodovaných cenných papírů, přičemž za nejvýznamnější jsou všeobecně považovány indexy akciové. Ty jsou zpravidla konstruovány přímo burzami, avšak v některých případech dochází i k tomu, že známější než oficiální burzovní indexy jsou některé indexy vytvořené jinými známými institucemi, zejména renomovanými ratingovými nebo např. i některými tiskovými agenturami. Přitom je pochopitelné, že vedle nejvýznamnějších souhrnných nebo alespoň velmi široce pojatých indexů jsou jednotlivými burzami publikovány i tzv. indexy dílčí, vztažené nejčastěji k jednotlivým segmentům na nich existujících tržů.

Z makroekonomického pohledu pak bývají mimořádně významnými indexy zahrnující vývoj nejvýznamnějších akcií celých nadnárodních ekonomických regionálních oblastí, nebo dokonce nejvýznamnějších akcií celého světa.²

Vlastní vypovídací schopnost jednotlivých burzovních indexů je ovšem rovněž značně závislá na způsobu jejich konstrukce. V současnosti jsou z tohoto pohledu nejčastěji používány jejich dva základní druhy,³ a to:

- **Cenově vážené indexy**
- **Hodnotově vážené indexy**

□ **Cenově vážené indexy**

Jde o indexy, kde váhami jsou aktuální ceny akcií.⁴ Takto konstruované indexy jsou citlivé na změny akcií s vyššími kurzy.

□ **Hodnotově vážené indexy**

Jsou založeny na tom, že každá akcie je v nich vážena svou tržní kapitalizací⁵ na celkové tržní hodnotě akcií všech zde zařazených firem.⁶

Mezinárodní význam jednotlivých burzovních indexů je ve své podstatě odvislý od významu, který příslušná burza z mezinárodního pohledu vykazuje. Téměř všechny významné burzovní indexy jsou dnes již kalkulovány v reálném čase, s frekvencí od každých 15 sekund po maximálně jednu minutu. Rozhodnutí o frekvenci jejich výpočtu závisí na konkrétní burze. Nicméně rozhodující význam je i nadále přisuzován tzv. konečným (zavíracím) indexům příslušných obchodních dní, jež jsou všeobecně

¹ Je pochopitelné, že tuto zásadu je možno použít zcela obecně (neboli i na jiných druzích burz).

² Např. některé indexy celosvětově známé ratingové agentury Standard & Poor's.

³ Ani toto členění burzovních indexů není ovšem možno považovat za členění vše vypovídající. Do hodnot některých indexů mohou být např. započítávány vyplacené dividendy, do jiných nikoli apod.

⁴ Tímto způsobem je konstruován například nejstarší světový „Dow Jones Industrial Average“ (DJIA) používaný na NYSE v USA. V Japonsku jde např. o index „Nikkei 225 Stock Average“.

⁵ Tržní kapitalizaci je možno v daném případě definovat jako součin počtu kusů cenného papíru a jeho aktuálního kurzu.

⁶ V USA se jedná zejména o indexy „Standard & Poor's 500“ (S & P 500), V Evropě je pak možno za nejvýznamnější index tohoto typu považovat index Londýnské burzy „FTSE 100“, resp. v Německu „DAX“ kótovaný Deutsche Börse. Tokijská burza publikuje „Tokyo Stock Price Index“ - TOPIX.

používány pro výpočty časových řad umožňujících stanovení dlouhodobých vývojových trendů.

Dalšími souhrnnými ukazateli jsou vedle burzovních indexů zejména souhrnné objemy denních realizovaných obchodů. Ty vypovídají nejen o investiční aktivitě na příslušném burzovním trhu (resp. na jeho jednotlivých segmentech) ale též i o vývoji investiční nálady.

1.1.6.4. Ostatní burzovní informace

Je pochopitelné, že burzy uveřejňují i celou řadu dalších informací, což do jisté míry souvisí i s platnou legislativou jednotlivých zemí. Jsou jimi především:

- ◆ *informace o veškerých operacích s cennými papíry jež burza kótuje,¹*
- ◆ *informace o důležitých událostech emitentů všech na burze kótovaných cenných papírů,*
- ◆ *informace o přijetí nových cenných papírů k obchodování,*
- ◆ *informace o platných pravidlech obchodování, kótování, členství, vypořádání burzovních obchodů apod.,*
- ◆ *informace o důležitých změnách týkajících se členských firem burzy,*
- ◆ *vlastní výroční zprávy,*
- ◆ *statistiky burzovních obchodů, bulletiny,*
- ◆ *zpravodaje, propagační materiály a pod.*

Všeobecně se má za to, že čím má příslušná burza větší mezinárodní význam, tím se všeobecně očekává, že bude o své činnosti a jejích výsledcích zveřejňovat kvalitnější informace. Ty jí totiž v očích účastníků burzovního obchodování, zejména pak investorů, ale i odborné veřejnosti, zjednáávají potřebné renomé, a následně přitahují (resp. odrážejí) další zájemce o obchodování jejím prostřednictvím.

A závěrem je nutno připomenout ještě jednu významnou skutečnost, že prostřednictvím burz bývají často společnostmi zveřejňovány i takové informace, jejichž uveřejnění nemusí být obecně povinné.

1.1.6. Vypořádání burzovních obchodů

Rychlé a efektivní vypořádání burzovních obchodů patří rovněž mezi základní faktory kvalitně fungující burzy. Za vypořádání burzovních obchodů se považuje jednak úhrada finančních závazků mezi smluvními stranami, jednak převod vlastnictví cenných papírů z prodávajícího na kupujícího. Konkrétní způsob provedení této operace ovšem závisí na formě obchodovaných cenných papírů. Může se totiž jednat jak o dodání listinných cenných papírů, nebo o převod vlastnických práv na příslušných účtech v případě jejich

¹ Jedná se např. o případy, kdy management podniku provádí legální operace s cennými papíry společnosti, kterou řídí. Jde např. o plnění rozhodnutí valné hromady ve věci navyšování nebo snižování základního kapitálu, o vydávání nových emisí obligací nebo jejich stahování z oběhu, o operace se zatímními listy, opčními listy /warranty/ apod. Může se jednat i o prodej akcií vlastního podniku, dočasně umístěných ve vlastním portfoliu.

imobilizace, nebo v případě dematerializovaných (zaknihovaných) cenných papírů o jejich převod v centrálním depozitáři.

Na všech existujících burzách existuje určité časové zpoždění mezi okamžikem uzavření obchodu a jeho plněním. Tento časový rozdíl je způsoben jednak technickou složitostí vypořádání, jednak nutností realizovat určité nezbytné operace. Obecně platí, že čím je časová mezera mezi okamžikem uzavření obchodu a jeho vypořádáním delší, tím je i větší riziko pro účastníky obchodu. Možnost realizovat vypořádání metodou "z ruky do ruky", kterou je možno charakterizovat jako placení proti dodání cenných papírů */payment versus delivery/*, je však při větších burzovních objemech nemožné. Určitá časová mezera mezi okamžikem uzavření obchodu a jeho vypořádáním je totiž nutná jak pro možnost účastníků trhu uplatnit protest např. při zjištění, že byly porušeny stanovené obchodní podmínky burzy, tak i k provedení dalších nezbytných operací, jako je např. ověření vlastnictví a pravosti listinných cenných papírů,¹ resp. stavu účtu zákazníka apod. Proto z důvodu ochrany zákazníků není účelné, aby byly veškeré operace spojené s převodem vlastnictví cenných papírů a jejich zaplacením uskutečňovány okamžitě, i kdyby to bylo technicky proveditelné.

Způsob vypořádávání burzovních obchodů závisí vedle podoby cenných papírů rovněž na druhu obchodního systému, ve kterém byly zobchodovány. Dalšími faktory jsou pak např. počet obchodovaných emisí na příslušné burze (segmentu trhu), objemy zde uzavíraných transakcí, počet účastníků trhu, struktura trhu, apod.

Vypořádávání burzovních obchodů může být prováděno buď samotnou burzou, anebo, a to je případ častější, má burza uzavřenou smlouvu se specializovanou licencovanou firmou, která tuto činnost provádí za ni.

Vlastní proces vypořádávání je zahájen tzv. porovnáváním */matching/* všech uzavřených obchodů, přičemž u každého z nich se prověřují především tyto údaje:

- ◆ *segment, na kterém byl obchod uzavřen,*
- ◆ *datum uzavření obchodu,*
- ◆ *cenné papíry, které jsou předmětem obchodu,*
- ◆ *nominální hodnota a počet zobchodovaných kusů,*
- ◆ *dosažený kurz,*
- ◆ *měna ve které obchod proběhl,*
- ◆ *smluvní strany a dohoda,*
- ◆ *instrukce k nákupu nebo prodeji,*
- ◆ *obchodní podmínky,*
- ◆ *datum vyrovnání,*
- ◆ *případně některé další údaje.*

Provedení porovnávání uvedených údajů je nezbytnou podmínkou nejen pro následné bezchybné vypořádání uzavřených burzovních obchodů, ale je i kontrolou a potvrzením toho, že v rámci vlastního obchodování nedošlo k žádné chybě, která by vypořádání

¹ V současné době ručí za kvalitu cenných papírů "tzv. CUSTODIAN," neboli depotní banka, u které je má jejich majitel uloženy (jedná se o imobilizované cenné papíry).

některého obchodu znemožnila. Provádí se tak, že téměř ihned po uzavření obchodu obdrží burza od zúčastněných firem všechny údaje potřebné k porovnání. To se uskutečňuje přímým spojením mezi počítači účastníků trhu. Po počítačové zpracování jsou všechny uskutečněné obchody rozříděny na obchody porovnané */matched/*, neporovnané */unmatched/*, resp. odmítnuté. U porovnaných obchodů již nedochází k žádným průtahům a jsou neprodleně předávány vypořádací instituci k dalšímu řízení. U neporovnaných a odmítnutých obchodů následuje jejich dojasňování, které může skončit buď odstraněním stávajících nedostatků, nebo jejich odmítnutím.

Pokud jsou informace o obchodu z obou stran účastníků transakce správné a kompletní (neboli dojde k porovnání), nastává další operace kterou je clearing, prováděný zpravidla prostřednictvím stanoveného clearingového systému. Jeho úkolem je zjistit finanční závazky či pohledávky jednotlivých partnerů, případně je navzájem porovnat a vzájemně započítat. Snaha o minimalizaci peněžních pohybů i pohybů cenných papírů vede stále častěji k preferenci modelu zápočtů vzájemných pohledávek a závazků */tzv. netting/*, který značně vypořádání obchodů racionalizuje. Obchodní případy jsou zde zpracovány hromadně a každý účastník, když na konci obchodního dne ukončí obchodování, obdrží údaje o tom, kolik komu dluží a naopak, kolik má dostat zaplacené od každé protistrany. Clearingové centrum navíc většinou spravuje i garanční fond zřízený povinně burzou pro potřeby krytí případných ztrát účastníků trhu.

Po provedení clearingů dojde k vlastnímu plnění obchodu */settlement/*, tedy k dodání listinných cenných papírů, resp. k převodu imobilizovaných nebo dematerializovaných cenných papírů na účtech příslušného účtu nebo registru a na druhé straně k zaplacení formou převodu příslušných peněžních prostředků na bankovních účtech.

Časový cyklus vypořádání obchodů se v různých zemích liší. Na vyspělých burzách je z hlediska časového cyklu prováděno tzv. **průběžné vypořádání** */rolling settlement/*, při němž se vypořádání obchodů uskutečňuje vždy určitý počet dní ode dne uzavření obchodu, neboli v termínu označovaném (***T + x dní***).¹ Tím je umožněno provádět vypořádání obchodů každý den v týdnu, což zároveň snižuje i počet nevypořádaných obchodů což umožňuje s předmětnými cennými papíry rychleji operovat.

1.1.2. Burzy devizové

Jde o burzy, na nichž se realizují rozsáhlé nákupy a prodeje deviz mezi významnými finančními institucemi, nejčastěji renomovanými bankami, přičemž obchodování se zde často účastní i banky centrální.² Jsou na nich obchodovány především termínové devizové kontrakty.³ Pokud se však týká obchodů promptních (spotových), jsou v současné době uzavírány většinou mimoburzovně.⁴

V některých státech slouží k oficiálnímu stanovování devizových (měnových) kurzů.⁵

¹ Na pražské burze (BCPP) se konkrétně jedná o periodu tří burzovních dnů od uzavření obchodu, označovanou jako (T+3).

² K tomu je ovšem potřeba uvést, že způsob obchodování na devizových burzách je ve srovnání s burzami cenných papírů podstatně odlišný.

³ Především se jedná o pevné termínové kontrakty typu futures a kontrakty opční.

⁴ Jedná se o tzv. OTC-trhy („*over the counter markets*“), neboli „trhy přes přepážku“.

⁵ Za nejvýznamnější světovou devizovou burzu je v současnosti považována burza FOREX.

1.2. ČLENĚNÍ BURZ Z HLEDISKA ČASOVÉ PRODLEVY VE VYPOŘÁDÁNÍ OBCHODŮ

Významným kritériem členění burz je též délka časové prodlevy mezi okamžikem uzavření obchodu a termínem jejich skutečného vypořádání.

Pokud se týká tohoto kritéria členění burz působících na finančním trhu, rozlišujeme je na:

- Burzy promptní**
- Burzy termínové (finančních derivátů)**

1.2.1. Burzy promptní (spotové)

Promptní burzy (někdy též označované jako burzy spotové) jsou charakteristické tím, že vypořádání na nich uzavíraných obchodů probíhá s poměrně krátkým časovým odstupem (maximálně několika dnů).¹ Z toho vyplývá, že na nich obchodují ti účastníci trhu, kteří si přejí zde obchodované cenné papíry skutečně (fyzicky) nakoupit či prodat.

1.2.2. Burzy termínové (finančních derivátů)

Na termínových (derivátových) burzách jsou uzavírány tzv. termínové obchody.² Ty lze charakterizovat jako kontrakty, jejichž skutečné vypořádání se uskuteční až s poměrně značným časovým zpožděním po jeho uzavření. Z toho vyplývá, že *okamžikem uzavření obchodu vzniká kontrakt, s nímž je až do okamžiku jeho vypořádání možno na téže burze ještě dále obchodovat.*

Vzhledem ke skutečnosti, že se jedná o obchodování s tzv. odvozenými, neboli derivovanými kontrakty, označují se tyto burzy též jako burzy derivátové – v daném případě burzy finančních derivátů.

Mezi termínovými (derivátovými) burzami finančního trhu rozlišujeme:

- Burzy „financial futures“**
- Burzy opční**

1.2.2.1. **Burzy financial futures**

Burzy financial futures jsou burzami, na nichž se obchoduje s tzv. standardizovanými pevnými kontrakty, jejichž podmínky jsou předem stanoveny burzovními pravidly a smluvně potvrzeny oběma stranami v okamžiku provedení obchodu, avšak vypořádání kontraktu proběhne až v předem přesně určeném okamžiku v budoucnosti.³

¹ Fungování promptních burz bylo podrobně popsáno v předchozím textu.

² Termínové (derivátové) obchody budou podrobně popsány v kapitole 8.

³ Podrobné pojednání o pevných termínových kontraktech je provedeno v kapitole 8.

1.2.2.2. Burzy opční

Na opčních burzách se obchoduje s tzv. standardizovanými opčními, neboli podmíněnými kontrakty, u nichž má jejich vlastník (kupující) právo v předem dohodnutém termínu, resp. časovém rozpětí, zakoupenou opci (představující právo, nikoli však povinnost) uplatnit a tím požadovat plnění druhé strany uzavřeného kontraktu.

2. ORGANIZÁTOŘI MIMOBURZOVNÍCH TRHŮ

Příčin existence mimoburzovních organizovaných trhů je několik. První z nich je, že burzy nemají povinnost přijmout k obchodování všechny veřejně obchodovatelné cenné papíry. Jejich rozhodnutí závisí mimo jiné na tom, zda žadatel splnil nebo nesplnil burzou předepsané podmínky, a proto mnohé, zejména méně významné firmy nemají zájem své cenné papíry burzovně obchodovat. Navíc obchodování na burzách pro ně bývá, zejména jedná-li se o menší firmy, příliš drahé.

Dalším důvodem může být i skutečnost, že se na burzách obchoduje podle předem určeného časového rozvrhu a po ukončení seance již nelze zpravidla dále obchodovat. Kromě toho, moderní technika již umožňuje organizovat mimoburzovní obchody nezávisle na místě, kde sídlí burza.

Organizátoři mimoburzovních trhů tak přímo konkurují burzám. Mohou např. používat odlišné obchodní systémy, které mohou účastníkům obchodování lépe vyhovovat. Dále mohou účtovat nižší poplatky, upravovat hodiny provozu svého obchodního systému, stanovovat jiné algoritmy pro párování obchodních příkazů, přijímat k obchodování cenné papíry na burzách neobchodované, přizpůsobovat vypořádávání uskutečněných obchodů požadavkům zákazníků, konstruovat a zveřejňovat své vlastní indexy¹ apod. Vždy však musí mít příslušnou licenci a respektovat zákony dané země.

V současné době již není hranice mezi burzovními a organizovanými mimoburzovními trhy příliš ostrá, čemuž velkou měrou napomáhá i postupně se rozvíjející všeobecná computerizace kapitálových trhů.

¹ Indexem světového významu je v současné době i index mimoburzovního trhu NASDAQ. Jedná se o „*Nasdaq Composite Index*“, zahrnující nejen všechny domácí, ale i všechny zahraniční akcie zapsané na tomto trhu. Jedná se o hodnotově vážený index. V České republice zveřejňuje RM-systém index PK-30.