

## **Mimoburzovní obchody v USA (Over-the-Counter)**

Mimoburzovní obchody v USA probíhají na mimoburzovním trhu, který bývá také označován jako „druhý trh“. Název „over-the-counter“ pochází z doby, kdy se akcie a dluhopisy obvykle kupovaly a prodávaly v bankách, kde byly předávány „přes přepážku“ (tj. over-the-counter).

Na mimoburzovním trhu USA se obchoduje s cennými papíry, které lze zařadit do 4 skupin:

1. Málo aktivní emise cenných papírů, s nimiž obvykle obchodují regionální obchodníci.
2. Menší emise, o které je zájem v měřítku USA. Kurzy těchto emisí zaznamenává a denně obchodníkům oznamuje Národní úřad pro kotaci (National Quotation Bureau).
3. Aktivně obchodované emise, kótované na automatizovaném kótačním systému NASDAQ (National Association of Securities Dealers' Automated Quotation System).
4. Nejvíce obchodované emise kótované na Národním tržním systému (NMS – National Market System).

Na mimoburzovním trhu USA se obchoduje s běžnými akciemi, s preferovanými akciemi, warranty, americkými depozitními poukázkami (ADR) a rovněž s dluhopisy korporací, s komunálními dluhopisy, se státními cennými papíry a v neposlední řadě také s akciemi velkých amerických bank a pojišťoven.

Pro ilustraci rozměru tohoto trhu lze uvést to, že se na něm obchoduje s akciemi 30-40 tisíc amerických společností. Mimoburzovní systém NASDAQ v posledním desetiletí co do obrátu úspěšně soupeřil s největší americkou burzou NYSE.

### Historie mimoburzovního obchodního systému v USA

Americká Národní asociace obchodníků s cennými papíry (NASD-National Association of Securities Dealers') zavedla v roce 1971 mimoburzovní elektronický obchodní systém NASDAQ. Tento systém zaznamenával na monitorech kurzy cenných papírů, kterých dosáhl každý z tvůrců trhu obchodujících na tomto systému. Kurzy byly zaznamenávány v reálném čase (každou minutu).

Fungování systému lze ilustrovat tímto příkladem: Investor-zákazník podal brokerovi objednávku na nákup 100 kusů akcií kótovaných na mimoburzovním trhu. Broker zadá na svém terminálu příslušný kód požadované akcie a na obrazovce se mu objeví ceny této akcie, za které je nabízejí všichni registrovaní tvůrci trhu pro danou emisi, a zároveň i nejlepší cena nabídky a nejlepší cena poptávky. Broker pak zvolí nejlepší nabídku zajistí realizaci nákupu.

Zavedení systému NASDAQ ve své době znamenalo obrovský průlom v oblasti šíření informací o stavu trhu. Až do té doby totiž obchodníci s cennými papíry ani investoři neměli k dispozici dostatek informací o kurzech cenných papírů na mimoburzovním trhu.

V denním tisku se objevovaly pouze informace o kurzech některých emisí, avšak nebyly určeny proširší investorskou veřejností. Informace o kurzech všech cenných papírů vydávala každodenně pouze agentura National Quotations Bureau (tzv. růžové archy – pink sheets). Tyto informace však přicházely se značným zpožděním, takže pro obchodníky s cennými papíry i pro investory vlastně byly nepoužitelné: ve chvíli, kdy se dostaly k uživatelům, mnohé kurzy cenných papírů se již změnily.

V roce 1982 NASD zavedla zdokonalený systém určený k obchodování s neaktivnějšími emisemi, s nimiž se dosud obchodovalo na systému NASDAQ. Tento nový systém dostal název Národní tržní systém (NMS-National Market System). Pro emise, s nimiž se mohlo obchodovat na tomto novém systému, byla zavedena přísnější pravidlaktace než pro ostatní emise, nicméně volnější než kotáční pravidla NYSE.

V roce 1984 NASD přišla s další inovací – zavedla systém SOES (Small Order Execution System), který usnadňoval obchody s menšími počty akcií.

#### Srovnání specifických rysů mimoburzovních a burzovních trhů v USA

	<b>Mimoburzovní trhy</b>	<b>Burzovní trhy</b>
<b>Konkurence</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• dealerský trh</li> <li>• velký počet dealerů</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• aukční trh</li> <li>• veřejný systém objednávek</li> </ul>
<b>Pružnost</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• dealer má možnost vybrat si cenné papíry, pro které bude tvůrcem trhu</li> <li>• primární a sekundární trhy</li> <li>• aktivní interakce s pohybem objednávek</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• cenné papíry jsou tvůrcům trhu přidělovány burzou</li> <li>• pouze sekundární trhy</li> <li>• pasivní interakce s pohybem objednávek</li> </ul>
<b>Regulace</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• žádné povinnosti</li> <li>• značná volnost jednání</li> <li>• možnost podvodů je omezována konkurencí mezi dealery</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• existují povinnosti</li> <li>• přísné systémy dozoru</li> <li>• při obchodování existují různá omezení</li> </ul>
<b>Informační toky</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• dealeři jsou v přímém kontaktu se zákazníky</li> <li>• úzký kontakt se společnostmi, pro jejichž cenné papíry plní funkci tvůrců trhu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• burzy zajišťují konsolidovaný pohyb objednávek a informací</li> </ul>

Účastníky mimoburzovního trhu v USA jsou hlavně firmy-dealeři, kteří obchodují na vlastní účet. Dealeři se specializují na cenné papíry, s nimiž obchodují. Dealer, který se specializuje na určité emise, je tvůrcem trhu (market maker) pro tuto emisi. Na rozdíl od burzy na mimoburzovním trhu o své specializaci rozhodují sami dealeři. Pro jednu emisi obvykle existují 2-20 tvůrců trhu. U nejobchodovanějších emisí bývá tento počet vyšší. Mezi hlavní výhody mimoburzovních trhů patří především větší pružnost při obchodování. Je umožněna tím, že dealeři jsou v bezprostředním styku se zákazníky-investory a zároveň i se společnostmi, o jejichž cenné papíry se starají jako tvůrci trhu. Tyto společnosti si smějí sami vybrat. V případě, že již pro ně nechtějí působit jako tvůrci

trhu, mohou této činnosti zanechat. Aktivita dealerů je stimulována i tím, že mohou vyvíjet činnost i na primárním trhu.

Kromě dealerů mohou na mimoburzovním trhu obchodovat i brokeři. Brokeři obchodují pouze na cizí účet. Brokerské firmy bývají velmi malé, obvykle v nich působí pouze 2-3 osoby.

Investoři nemají přístup k obchodování na mimoburzovním trhu. Při svých nákupech a prodejkách se musí obracet na brokery a dealery, kteří přijímají a vyřizují jejich objednávky.

Mimoburzovní trhy podléhají – ve srovnání s burzami – méně přísné regulaci a také režim dozoru je volnější. Silná konkurence mezi dealery působí jako přirozený faktor, který přispívá k dodržování pravidel. Dealeři a brokeři, kteří nedodržují pravidla, v této konkurenci dříve nebo později podlehnou.

Pravidla pro obchodování na mimoburzovním trhu vytvořila NASD. Tato pravidla mají zabezpečit, aby nedocházelo k podvodům, manipulacím a k příliš vysokým ziskům. Mají chránit investory i veřejný zájem. NASD monitoruje, zda obchodníci s cennými papíry splňují předepsané požadavky (mimo jiné kapitálovou přiměřenost, předepsané vzdělání, pravidelné předkládání vyžadovaných informací o obchodech) a monitoruje rovněž případy, kdy dochází k neférovým obchodním praktikám, jako je např. manipulace s cenami, umělé nadouvání poptávky (předstírání neexistujícího zájmu o určité cenné papíry) a zneužívání informací, které nebyly zveřejněny.

#### Něktrá důležitá pravidla řádného obchodování vytvořená NASD:

- odměny za služby mají být rozumné a nemají vést k diskriminaci zákazníků
- transakce s cennými papíry mají být realizovány za správné ceny, které berou v úvahu veškeré pomínky (náklady, tržní podmínky, rozumný zisk pro dealery)
- kurzy stanovené dealery mají být pevné, pokud výslovně není uvedeno něco jiného
- realizace obchodních transakcí nesmí být spojena s klamem, manipulací nebo podvodným jednáním
- cenné papíry přijaté k obchodu musí být řádně oceněny běžnými tržními cenami

#### Minimální požadavky pro přijetí emise cenných papírů na trh NASDAQ:

1. počet veřejně obchodovatelných akcií musí být nejméně 100 000 kusů
2. celková aktiva musí dosahovat částky nejméně 2 mil. USD
3. kapitál společnosti a zadržené zisky musí představovat částku nejméně 1 mil. USD
4. akcie dané společnosti musí kótovat nejméně dva tvůrci trhu
5. počet akcionářů nesmí být nižší než 300 osob

#### Tvůrci trhu musí splňovat tyto přísnější požadavky:

1. musí prokázat minimální čistý kapitál ve výši 2 500 USD pro každý cenný papír, pro který působí jako tvůrci trhu, nebo 100 000 USD

2. během obchodního dne mají povinnost zaznamenávat ceny nabídky i ceny poptávky
3. pokud na trhu dojde k dočasné nerovnováze mezi objednávkami na straně nabídky a na straně poptávky, mají povinnost stabilizovat trh
4. musí ohlašovat denní a měsíční objemy obchodů

NASD kontroluje členské firmy nejméně jednou za rok. Porušení pravidel je ohlášeno speciálním výborům (District Business Conduct Committees), které mají právo provinilcům ukládat pokuty, suspendovat nebo případně i vyloučit obchodníky s cennými papíry z Asociace. Od roku 1985 funguje monitorovací systém (Equity Audit Trail), který automaticky on-line monitoruje obchody na trhu NASDAQ. Jsou monitorovány ceny i objem obchodů. Zjistí-li personál NASD, který sleduje průběh obchodování, neobvyklé obchodní aktivity, má právo zastavit obchodování do té doby, dokud nejsou tyto neobvyklé jevy objasněny.

### **Soukromé obchodní systémy (Proprietary Trading Systems - PTS)**

Během 90. let minulého století vznikla řada elektronických obchodních systémů, které vlastní soukromé společnosti. Tyto obchodní systémy umožňují investorům investovat do cenných papírů přímo, tj. bez využití služeb burzy.

Tyto systémy obvykle zabezpečují služby pouze v některých segmentech trhu cenných papírů, jejich architektura trhu a technika obchodování se navzájem liší. Jejich hlavní výhodou však spočívá v podstatně nižších nákladech a ve větší pružnosti. Investoři mají přímý vstup do systémů a nejsou nuceni využívat zprostředkovatelských služeb obchodníků s cennými papíry.

V USA vzniklo několik systémů tohoto typu. Nejznámější z nich jsou Instinet, Posit a Arizona Stock Exchange (Arizonská burza). Arizona Stock Exchange ve skutečnosti není burzou. Je tak však nazývána proto, že organizuje denní aukce akcií, jejichž cena se tvoří nezávisle na kurzech akcií na amerických burzách cenných papírů, a to až po ukončení burzovního dne na burze v New Yorku (NYSE).

Několik obdobných elektronických soukromých obchodních systémů funguje také v Evropě. Nejznámějším z nich je britský Tradepoint, založený v roce 1995 v Londýně, který tehdy zahájil obchodování se 400 nejfrekventovanějšími britskými akciemi. Zde jde o systém řízený kvótami (quote-driven system) se zabudovanými prvky aukčního systému, tj. o kombinovaný systém obchodování. Systém je určen především pro institucionální investory. Vzhledem k tomu, že Tradepoint podléhá poměrně přísné britské regulaci, mohl se postupně stát členem burz cenných papírů v Londýně, Paříži, Frankfurtu a Curychu. Toto členství mohl získat na základě tzv. jednotného pasu (single passport), který obchodníkům členských zemí Evropské unie toto členství umožňuje. Na Londýnské burze je Tradepoint veden ve zvláštní kategorii členů burzy jako „obchodní systém provozovaný uzavřenou skupinou uživatelů“.