

DLHOVÉ A MAJETKOVÉ CENNÉ PAPIERE, OCEŇOVANIE CENNÝCH PAPIEROV, MODEL Y OCEŇOVANIA, PREDIKCIA CIEN CENNÝCH PAPIEROV

Cenné papiere peňažného trhu

CP peňažného trhu sú krátkodobé CP, prostredníctvom ktorých môžu ekonomické subjekty získať krátkodobý úver (obchodný alebo bankový), investovať dočasne voľné peňažné prostriedky alebo slúžia ako platobný prostriedok. Je pre ne charakteristický vysoký stupeň likvidity, nízke riziko, menšie cenové fluktuácie, ale v porovnaní s CP kapitálového trhu aj nižší výnos a za normálnych podmienok nezvyšujú ani možnosť výrazných kapitálových strát. K najviac používaným CP peňažného trhu patria zmenky, šeky, bankové akcepty, depozitné certifikáty, pokladničné poukážky a komerčné CP.

ZMENKY

Zmenka je jedným z najvýznamnejších a najstarších nástrojov peňažného trhu. Zmenky začali vznikať už v 12. storočí na území terajšieho Talianska. Neskôr sa používali v rôznom a meniacom sa prevedení vo Francúzsku, Anglicku, v severnej Európe a v Španielsku. V ČSSR bol tento druh CP upravený zmenkovým a šekovým zákonom, ktorý vychádzal zo Ženevských konvencií z r. 1931 o tzv. jednotnom zmenkovom a šekovom práve, pričom je potrebné doplniť ho Obchodným zákonníkom, Občianskym zákonníkom a Občianskym a súdnym poriadkom.

Ženevskú konvenciu z r. 1931 podpísali tieto štáty: Albánsko, Belgicko, Bulharsko, Brazília, Československo (a následne aj ČR a SR), Dánsko, Ekvádor, Fínsko, Francúzsko, Grécko, Holandsko, Indonézia, Island, Japonsko, Juhoslávia (a následne aj štáty bývalej Juhoslávie), Kolumbia, Luxembursko, Lichtenštajnsko, Maďarsko, Monako, Nemecko, Nórsko, Peru, Poľsko, Portugalsko, Rakúsko, Rumunsko, San Marino, Surinam, Španielsko, Švédsko, Švajčiarsko, Taliansko a ZSSR (a následne aj štáty bývalého ZSSR). Na rovnakom základe ako Ženevskej dohody je postavené zmenkové a šekové právo aj v ďalších krajinách, aj keď tieto štáty k Ženevským dohodám nepristúpili. Odchýlky, ktoré tu existujú, sa väčšinou týkajú nepodstatných alebo formálnych otázok.

Okrem Ženevskej konvencie existuje aj angloamerická oblasť zmenkového a šekového práva z r. 1882, ku ktorej patrí Veľká Británia, Austrália, Nový Zéland, India, Pakistan, Juhoafrická republika, Kanada, USA a ďalšie krajiny, ktoré predtým patrili do britského impéria.

Zmenky sa nepoužívajú iba vo vnútroštátnej, ale aj zahraničnoobchodnej oblasti. V medzinárodnom obchode majú zmenky stále význam ako jedna z foriem devíz, t.j. pohľadávok na cudziu menu. Zmenky plnia v súčasnosti vo vnútornej i zahraničnej ekonomike niekoľko funkcií:

- sú nástrojom obchodného úveru
- sú platobným prostriedkom (hlavne v prípadoch, ak ich možno speňažiť i pred lehotou splatnosti)
- sú nástrojom na získanie hotových peňazí (fin. zmenky)
- môžu byť prostriedkom zaistenia
- sú nástrojom na získavanie eskontného alebo akceptačného bankového úveru
- reeskont zmeniek je klasickým nástrojom menovej politiky
- v posledných rokoch sa zmenky stali i predmetom činnosti špecializovaných organizácií na odkupovanie krátkodobých pohľadávok - faktoring

Zmenku možno definovať ako CP, ktorý predstavuje bezpodmienečný písomný záväzok vystavený v presne stanovenej forme a so zvláštnymi právnymi dôsledkami, ku ktorým sa vystavovateľ zaväzuje, alebo dáva príkaz tretej osobe zaplatiť určitú čiastku peňazí na určitom mieste, v určitom čase, určitej osobe. Používa sa najmä pri krátkodobých záväzkoch.

Zmenky sú abstraktnými CP, t.j. nie je v nich udaný dôvod na vznik zmenkového záväzku. Zmenky môžu mať iba podobu listinných CP. Nemusia byť na pretlačenej formulári, postačí akýkoľvek, dokonca aj rukou písaný text, hoci v praxi sa viac využívajú formuláre s cieľom vyhnúť sa chybám pri ich vyplňaní. Banky sú spravidla prísne i na formu zmieniek a často vyžadujú, aby zmenky obsahovali aj všeobecné obchodné podmienky, ktoré obsahuje Obchodný zákonník. (Tieto údaje zmenkový zákon nevyžaduje a nemajú vplyv na platnosť zmenky.)

Podstatné náležitosti zmenky, bez ktorých by zmenka nebola platná:

1. označenie, že ide o zmenku, zahrnuté do vlastného textu listiny a vyjadrené v jazyku, v ktorom je táto listina písaná
2. bezpodmienečný príkaz k zaplaceniu príslušnej čiastky a meny číslom aj slovom ("zaplatím" alebo "zaplaťte")
3. údaj splatnosti, podľa ktorého rozlišujeme tieto zmenky:
 - zmenka na videnie (vistazmenka) - je splatná ihneď po predložení. Zmenka bez časového údajsa považuje za vistazmenku. Zákon ustanovuje, že zmenka musí byť predložená na platenie do 1 roka odo dňa vystavenia.
 - termínovaná vistazmenka - je splatná určitý čas po predložení, napr. "za 14 dní po videní" alebo "mesiac po požiadaní"
 - datozmenka - zmenka so splatnosťou na určitý čas po dni vystavenia, napr. "za 6 dní a dato", alebo "za 2 mesiace odo dneška"
 - zmenka denná alebo fixná - zmenka so splatnosťou na určitý deň a označením, napr. "dňa 13. 12. 2002 zaplaťte". Používa sa najčastejšie pri obchodnom úvere.

Deň splatnosti, ktorý je uvedený na zmenke alebo vyplýva z jeho obsahu, sa nemusí vždy zhodovať s platobným dňom, napr. v prípade, keď zmenka dospeje v sobotu, nedeľu alebo vo sviatok. Platenia je potom možné domáhať sa najskôr najbližší pracovný deň, príp. v 2 nasledujúcich pracovných dňoch.

Pôvodná doba splatnosti môže byť predĺžená prolongáciou zmenky, t.j. dohodou, že platenie nebude požadované, pričom splatná zmenka nebude protestovaná, ale zaplatená novou zmenkou s neskoršou splatnosťou, podpísanou všetkými dlžníkmi. Súčasne dlžník buď zaplatí diskont za dobu predĺženia v hotovosti alebo sa čiastka novej zmenky zvýši o diskont a ďalšie poplatky.

4. údaj miesta, kde sa má platiť - v prípade, že tento údaj chýba, platobným miestom je pri vlastnej zmenke miesto vystavenia zmenky a pri cudzej zmenke miesto zmenkovníkovho bydliska
5. meno toho, komu alebo na koho rad sa má zaplatiť - meno zmenkového veriteľa, remitenta. Musí byť označený obchodným alebo občianskym menom čitateľne, aby nedošlo k zámene
6. dátum a miesto vystavenia zmenky
7. podpis vystavovateľa menom alebo firmou podľa zápisu v OR.
8. cudzia zmenka obsahuje aj meno toho, kto má platiť

V zmenkách sa môžu vyskytnúť tieto osoby:

- vystavovateľ zmenky (trasant) - osoba, ktorá zmenku vystavila a je podpísaná na zmenke
- zmenkovník (trasát) - osoba, ktorej vystavovateľ prikazuje, aby zaplatila tretej osobe peňažnú čiastku stanovenú v zmenke a ktorá sa prijatím (akceptáciou) zaväzuje tak urobiť
- zmenkový dlžník - osoba, ktorá je zo zmenky zaviazaná platiť
- veriteľ (remitent) - osoba, na ktorej rad má byť zaplatené

- zmenkový ručiteľ (avalista) - osoba, ktorá sa zaručila za zmenkového dlžníka

Druhy zmeniek:

1. **VLASTNÁ ZMENKA** - obsahuje bezpodmienečný príslub vystavovateľa vlastnej zmenky, že zaplatí veriteľovi alebo na jeho rad v určitý čas stanovenú čiastku. Sú na nej zúčastnené 2 osoby - vystavovateľ a veriteľ (prvý vlastník zmenky). Ide tu v podstate o poskytnutie úveru veriteľom vystavovateľovi zmenky.
2. **CUDZIA ZMENKA** (trata alebo rimesa) obsahuje príkaz vystavovateľa tretej osobe (zmenkovníkovi), aby namiesto neho zaplatila jeho veriteľovi. Sú v nej zúčastnené 3 osoby - dlžník alebo vystavovateľ, zmenkový veriteľ alebo remitent, a zmenkovník, ktorý má zmenu zaplatiť, pokiaľ ju akceptoval. Ide tu v podstate o obchodnú transakciu vyrovnania medzi 3 subjektami. Cudzou zmenkou vystavovateľ vyrovná svoj záväzok voči remitentovi tým, že prikazuje zmenkovníkovi (svojmu dlžníkovi), aby remitentovi v určitej lehote zaplatil sumu uvedenú na zmenke. Je tu dôležitý akcept zmenky zmenkovým dlžníkom. Ide vlastne o uznanie jeho záväzku voči remitentovi. Akceptom sa zmenkovník zaväzuje zaplatiť zmenkovú sumu a stáva sa tak priamym dlžníkom, vystavovateľ zmenky je tzv. záložným dlžníkom, ak zmenkovník nezaplatí. Prijatie zmenky a jej akcept znamená, že zmenkovník sa zaviaže k jej zaplateniu v čase jej splatnosti. Akcept zmenky musí byť bezpodmienečný, lebo je neplatný. Zákon však dovoľuje aj čiastočný akcept, t.z. že zmenkovník akceptuje len časť zmenkovej sumy. Akcept zmenky sa bežne využíva v bankovej praxi najmä v spojitosti s exportom (importom). Akceptované zmenky sa považujú za veľmi kvalitné CP, s ktorými sa aktívne obchoduje medzi fin. inštitúciami, podnikmi a dealermi CP. Akceptácia nemá pevnú úrokovú sadzbu, ale predáva sa za diskont na voľnom trhu. Výnos z akceptácie je obvykle o niečo vyšší než výnos zo štátnych pokladničných poukázok, pohybuje sa blízko úrokových sadzieb pri depozitných certifikátoch. Stretávame sa najmä s týmito druhmi akceptov:
 - vyplnený akcept - obsahuje vyhlásenie o prijatí, dátum prijatia a podpis zmenkovníka
 - nevyplnený akcept - obsahuje len zmenkovníkov podpis
 - blankoakcept - je to nevyplnený formulár, podpísaný zmenkovníkom, ktorý ho odovzdá vystavovateľovi

Okrem základného členenia zmeniek na vlastné a cudzie je známe aj členenie zmeniek podľa druhu obchodu či využitia:

- a) **obchodná zmenka** - základom na jej vystavenie je obchodné rokovanie a predaj tovaru na úver
- b) **finančná zmenka** - vzniká z peňažných záväzkov neobchodného styku. Slúži buď na získavanie peňazí bez zodpovedajúceho pohybu tovaru, alebo na odklad vyrovnania záväzkov, ktorý vznikol špekuláciou a pod. Existencia týchto zmeniek vyplýva z dobrých obchodných vzťahov a vzájomnej dôvery medzi obchodnými partnermi.
- c) **kaučná (záručná) zmenka** - je to zmenka odovzdaná veriteľovi ručiteľom, umožňuje rýchle uspokojenie nárokov zo záruky. Je vydaná ručiteľom ako cudzia zmenka alebo na ručiteľa ako cudzia zmenka a je ním akceptovaná. Vydáva sa na zaistenie záväzku, a preto môže byť daná veriteľom do obehu až pri splatnosti záruky. Používa sa na zaistenie konvenčných pokút, kaucí zamestnancov a pod.
- d) **depozitná (krycia) zmenka** - slúži na zaistenie úveru, pohľadávok z depozít, kaucí a pod. Keďže sa vydáva iba na zaistenie záväzku, nesmie byť daná do obehu, zostáva v úschove vystavovateľa, spravidla banky.
- e) **dokumentárna zmenka** - termínovaná zmenka, ku ktorej sú pripojené dokumenty na tovar, ktorého zaplatenie má zaistiť. Vystavuje sa spravidla so splatnosťou za určité obdobie po videní a dokumenty sa môžu vydať buď pri akcepte alebo až po zaplatení akceptovanej zmenky pri jej splatnosti.
- f) **štátna (pokladničná) zmenka** - CP vydávaný štátom na krytie prechodného schodku ŠR
- g) **návratná zmenka (ritrata)** - forma zmenky, ktorú regredient (t.j. osoba, ktorá uplatňuje zmenkový postih) vystavuje na svojho predchodcu (regresáta, v tomto prípade ritrasáta) vo výške svojej pohľadávky vyčíslenej v tzv. návratnom účte. Návratný účet zahŕňa nezaplatenú zmenkovú čiastku s

úrokmi odo dňa splatnosti, ďalej úhrady protestu a iné výdavky, zmenkovú províziu, poplatky maklérovi a iné. Predajom tejto zmenky získa regresnú čiastku. Návrtná zmenka musí byť vystavená priamo na ritrasáta a splatná na videnie v jeho bydlisku. Pretože regresne zaviazaný (nepriamy dlžník) je povinný platiť iba oproti vydaniu pôvodnej zmenky, protestu, kvitovaného návratného účtu a notifikačného receptisu, predkladajú sa tieto listiny pri prezentácii návratnej zmenky. Ritrasát potom bude na základe týchto listín vykonávať postih na svojich predchodcoch a znovu účtovať dané výdavky, takže čiastka návratného účtu postupne narastá.

- h) **blankozmenka** - nevyplnená alebo čiastočne vyplnená zmenka. Nevyplnená môže byť napr. zmenková suma, termín splatnosti zmenky a pod. Po doplnení chýbajúcich náležitostí sa stáva riadnou zmenkou. Jej vystavenie je spojené s dohodnutím podmienok, za ktorých môže majiteľ zmenku vyplniť. Tento druh zmenky sa používa iba medzi subjektami, ktoré si úplne dôverujú a vopred nemôžu byť známe niektoré údaje, napr. výška vyčerpaného úveru v úverovom rámci, termín vypovedania úveru jednou zo strán a pod.

Podľa hospodárskeho účelu, na ktorý majú byť zmenky využité, možno rozlišovať:

- stavebné zmenky
- poľnohospodárske zmenky
- dovozné zmenky
- vývozné zmenky
- zmenky používané na spotrebný úver

V praxi sa možno stretnúť aj s nekvalitnými zmenkami, napr.:

- *núdzová zmenka* - zmenka, ktorá sa ešte pred splatnosťou stane neistou, pretože na majetok priameho dlžníka bol vyhlásený konkurz, alebo bola márne vedená exekúcia, príp. dlžník zastavil platy. V takomto prípade je možné zmenku protestovať.
- *planá (lichá, mobilizačná) zmenka* - zmenka, v ktorej je dlžnícky vzťah fingovaný. Jej cieľom je získať eskontovaný bankový úver, alebo použiť zmenku po indosamente na preplatenie.
- *nesolventná (pivničná) zmenka* - obsahuje podpisy celkom nesolventných alebo vymyslených osôb, vydanie takejto zmenky sa považuje za trestný čin

V platobnom styku sa zmenky používajú s obľubou z nasledujúcich dôvodov:

1. **ZMENKA JE PREVODITEĽNÁ NA INÚ OSOBU INDOSAMENTOM (RUBOPISOM).** Indosament umožňuje prevod a tým aj obeh zmenky. Zmenka je prevoditeľná aj vtedy, ak v nej chýba doložka "na rad". Zmenku možno previesť vo forme a s účinkom obyčajnej cesie (postúpenie pohľadávky) len v tom prípade, ak vystavovateľ v zmenke uvedie "nie na rad".

Indosament sa vyznačuje na rube zmenky a podpisuje ho ten, kto zmenku rubopisom prevádza (indosant). Indosant po podpise ručí tomu, na koho zmenku previedol a každému ďalšiemu nadobúdateľovi (indosatárovi), že zmenka bude prijatá a zaplatená. Indosament má teda aj záručný, garančný účinok. Indosant môže obmedziť svoje ručenie tým, že doložkou "nie na rad" zakáže ďalšiu indosáciu zmenky (tzv. rektindosácia).

Prevod zmenky je teda možný 2 spôsobmi:

- **INDOSAMENTOM (RUBOPISOM)** - indosament je písomná doložka umiestnená spravidla na zadnej strane zmenky, ktorou indosant - osoba prevádzajúca zmenku a vystavujúca zmenku - prevádza zmenku a s ňou spojené práva na nadobúdateľa - indosatára. Indosament môže mať osobitné formy:
 - a) **blankoindosament** - nevyplnený indosament - nie je tu uvedené meno indosatára. Na jeho vystavenie stačí aj ničím nekomentovaný podpis indosanta. Nový majiteľ môže indosament

- vyplniť vo svojom mene alebo v mene inej osoby a zmenku na ňu previesť, alebo môže zmenku jednoducho odovzdať ďalšej osobe bez vyplnenie indosamentu.
- b) rektaindosament - indosant môže ďalšie indosovanie zmenky zakázať. Je tu doložka "nie na rad" (rektadoložka).
 - c) splnomocňovací indosament - na jeho základe zmenkový veriteľ poveruje zastupovaním pri výkone svojich práv inú osobu, najčastejšie banku. Obsahuje doložku "na inkaso", "in prokura".
 - d) záložný indosament - pri jeho použití indosant nechce, aby indosatár nadobudol vlastníctvo k zmenke, ale iba záložné právo. Indosament obsahuje doložku "hodnota v zálohu".
- CESIOU (POSTÚPENÍM PRÁV) - uplatňuje sa najmä pri rektazmenkách. Tento prevod sa realizuje osobitnými legislatívnymi predpismi (Občiansky zákonník) osobitnou písomnou dohodou o postúpení práv a je spojené s odovzdaním zmenky.

V deň splatnosti sa zmenka predkladá na zaplatenie priamemu dlžníkovi. Predložiť zmenku môže iba jej majiteľ. Tým je ten, kto je legitimovaný súvislým radom indosamentov ako posledný indosatár. V prípade, že zmenkovník odmietne zaplatiť, treba v záujme zachovania práv zabezpečiť protest, a to v zákonnej lehote.

Zaistenie obchodu iba zmenkou nie je v niektorých prípadoch postačujúce, najmä vtedy, ak dlžník nemá dostatočný majetok, na ktorý by bolo možné použiť exekúciu. Vtedy je vhodné použiť zaistenie pohľadávky zo zmenky bankovou zárukou či avalom. Aval je záväzok ďalšej osoby (najlepšie banky), že zaplatí veriteľovi zmenkovú sumu namiesto dlžníka. Aval sa uskutočňuje buď podpisom avalistu na líci zmenky, alebo doložkou "per aval ako rukojemník" s podpisom avalistu na jej rube. Je potrebné vždy uviesť, za koho sa aval prijíma - napr. "aval za indosanta XY, podpis avalistu". Podľa zmenkového práva všeobecne platí, že aval sa prijíma za vystavovateľa zmenky.

2. VÝHODOU ZMENKY JE AJ TO, ŽE MAJITEĽ ZMENKY MÔŽE ZÍSKAŤ HOTOVOŠŤ ZMENKY PRED JEJ SPLATNOSŤOU TZY ESKONTOM, t.j. predajom zmenky banke pred dobou splatnosti po zrážke diskontu, výdavkov, provízie atď. Diskont - úrok odo dňa eskontu zmenky do dňa jej splatnosti, ktorý si banka účtuje za poskytnutie diskontného úveru. Nákupom obchodných zmeniek poskytuje banka eskontný alebo zmenkový úver. Eskont umožňuje premeniť pohľadávku na hotové peniaze a urýchľuje tak obrat kapitálu. Banka pred eskontom zmenky cenzuruje, a to tak z hľadiska bonity a likvidity zmenkových dlžníkov, ako aj z hľadiska formálnych náležitostí.

V našich podmienkach sa možno stretnúť s nasledujúcimi podmienkami, ktoré banky kladú na zmenky pri poskytovaní eskontného úveru:

- Na eskont sa prijímajú obchodné zmenky, t.j. tie, ktoré sú nositeľom obchodného (dodávateľského) úveru a sú podložené dodávkou tovarov a služieb.
- Banky dávajú prednosť eskontu cudzích zmeniek, príp. eskontu cudzích zmeniek na vlastný rad.
- Banky spravidla požadujú, aby zmenkoví dlžníci i remitenti boli podnikateľské subjekty s dobrou Bonitou a prednostne aj klientmi eskontujúcej banky.
- Banky vyžadujú, aby zmenka bola domicilovaná v eskontujúcej banke. (Ak nemá byť zmenka splatná u zmenkovníka, môže byť splatná u tretej osoby, t.j. domicilovaná - umiestnená, spravidla v peňažnom ústave dlžníka. Domicilát nie je dlžníkom - preto nie je na zmenke podpísaný, zmenka je u neho iba splatná. Je veľmi dôležité vedieť, že banka zmenku môže preplatiť iba vtedy, ak obdrží od dlžníka včas písomný príkaz na úhradu.)
- Zmenky majú byť vystavené ako fixné.
- Banky zásadne neprijímajú poškodené zmenky, prolongované zmenky, zmenky, u ktorých sú opravy na lícnej strane a také, ktoré neobsahujú aj formálne náležitosti. Vyžadujú zmenky na formulároch alebo zvyčajných formátoch papiera vyplnené strojom, perom alebo guličkovým perom. Nevylučuje sa ani počítačová tlač textu.

- Vyžaduje sa, aby zmenková suma bola uvedená číslami aj slovami, ktoré sa nesmú líšiť. Spravidla býva limitovaná aj minimálna výška zmenkovej sumy.
- Zmenky musia byť prevoditeľné rubopisom bez obmedzujúcich doložiek, nemôžu obsahovať doložky "bez protestu", ktoré by vylúčili, aby majiteľ zmenky mohol v prípade jej nezaplatenia alebo neprijatia akceptom protestovať.
- V dátume vystavenia a splatnosti zmenky má byť mesiac uvedený slovami.
- Domáce zmenky majú byť uvedené v slovenskom jazyku a majú znieť na domácu menu.

3. **ĎALŠIA VÝZNAMNÁ PREDNOSŤ ZMENKY SPOČÍVA V TOM, ŽE UMOŽŇUJE RELATÍVNE DOKONALÉ A RÝCHLE USPOKOJENIE POHLÁDÁVKY VERITEĽA.** Relatívna dokonalosť uspokojenia pohľadávky veriteľa vyplýva zo skutočnosti, že za zaplatenie zmenky ručia okrem "hlavných dlžníkov" (vystavovateľa vlastnej zmenky a zmenkovníka cudzej zmenky) aj tzv. "postihoví dlžníci" (t.j. všetky ostatné osoby podpísané na zmenke, pokiaľ nevylúčili doložku postihu). Rýchle uspokojenie pohľadávky zo zmenky umožňuje skrátené súdne konanie.

Nevyhnutným predpokladom na to, aby majiteľ zmenky mohol uplatniť zmenkový postih (regres), t.j. uplatniť právo zo zmenky a dôkaz, že zmenka sa ocitla v núdzi, je zmenkový protest. Protest zmenky je verejná listina vystavená príslušným orgánom (notárom alebo súdom) v náležite stanovenej lehote. Touto listinou dochádza k verejnému vyhláseniu, že zmenkový dlžník nesplnil svoj záväzok a zmenku nezaplatil (alebo neakceptoval). Zmeškaním uvedenej lehoty stráca majiteľ svoje právo voči indosantom a všetkým ostatným osobám s výnimkou vystavovateľa vlastnej zmenky a akceptanta cudzej zmenky, t.j. s výnimkou hlavných dlžníkov. Protest má veľký význam v prípade, keď je zmenková čiastka u hlavného dlžníka nedobytná, napr. v prípade vyhlásenia úpadku. V niektorých krajinách je nevyhnutné protestovať zmenku i na zachovanie práv voči hlavnému dlžníkovi. V prípade, že bola zaplatená iba časť pohľadávky zo zmenky, protestuje sa zvyšok zmenkovej sumy.

Svojich práv sa majiteľ zmenky voči hlavným dlžníkom domáha na súde podaním zmenkovej žaloby o vydanie zmenkového platobného rozkazu. Zmenkový proces umožňuje žalujúcej strane jednoduchšie dokazovacie pokračovanie ako v obyčajnom súdnom procese (napr. pri faktúrach) a rýchlejší postup. Na zmenkovom procese stačí prítomnosť žalujúcej strany, skúma sa pravosť zmenky. Ak je zmenka pravá, vydá sa platobný rozkaz, v ktorom sa dlžníkovi ukladá povinnosť uhradiť zmenkový záväzok do 3 dní a uhradiť náklady súdneho konania alebo sa v rovnakej lehote môže písomne odvolať voči platobnému rozkazu s uvedením námietok. Po prerokovaní námietok vydá súd rozsudok, v ktorom buď potvrdí platnosť zmenkového platobného rozkazu alebo rozhodne, či a v akom rozsahu platobný rozkaz ruší.

Dôsledky nezaplatenia zmenky sú pre podnikateľov nevýhodné, pretože sa dostávajú na zoznam zmenkových protestov, stávajú sa nedôveryhodnými a v budúcnosti majú veľké problémy pri získavaní obchodných alebo bankových úverov.

ŠEKY

Šeky sa uplatňujú ako platobný nástroj peňažného obehu vo vnútornom i zahraničnom platobnom styku, kde nahrádzajú hotové peniaze. V medzinárodnom platobnom styku sú šeky jednou z foriem devíz.

Šekom rozumieme platobný príkaz, ktorým vystavovateľ šeku - majiteľ príslušného účtu prikazuje šekovníkovi - peňažnému ústavu, v ktorom je príslušný účet vedený, vyplatiť osobe uvedenej na šeku alebo na jej rad, alebo doručiteľovi šeku uvedenú šekovú sumu.

Šeky, rovnako ako zmenky, môžu mať iba listinnú podobu. Uplatnenie práv spojených so šekom je viazané na jeho držbu a môžu byť uplatňované iba tie nároky, ktoré sú vyslovene písomne uvedené. Šeky sa vystavujú na formulároch, ktoré klientom dáva banka v šekovej knižke. Vystavovateľ šeku vyplní na formulári sumu, príp. meno osoby, ktorej sa má zaplatiť, a podpíše sa.

Vo svete v súčasnosti existujú 2 hlavné oblasti šekového práva (rovnako ako pri zmenkách):

- a) oblasť, ktorú zahŕňa Ženevská konvencia z rokov 1930 - 1931
- b) oblasť Anglicka so šekovým právom koncipovaným podľa anglického vzoru (Bill of Exchange Act z roku 1882) a oblasť USA

Podľa slovenského šekového zákona č. 191/1950 Zb., ktorý vychádza zo Ženevských konvencií, podstatnými náležitosťami šeku sú:

- označenie, že ide o šek, zahrnuté do vlastného textu listiny a vyjadrené v jazyku, v ktorom je táto listina napísaná
- bezpodmienečný príkaz zaplatiť určitú peňažnú sumu
- meno toho, kto má platiť (t.j. šekovníka) - zvyčajne je to peňažný ústav, ktorý má šek preplatiť
- údaj miesta, kde má byť zaplatené
- dátum a miesto vystavenia šeku
- podpis vystavovateľa - v bankovej praxi sa vyžaduje, aby podpis vystavovateľa zodpovedal podpisovému vzoru, ktorý je uložený u šekovníka. Pri bankových šekoch bývajú obyčajne podpisy 2 osôb, pričom mená, funkcie, podpisové vzory sú oznamované korešpondujúcim bankám formou tzv. zoznamu autorizovaných podpisov.

V druhej oblasti šekového práva k podstatným náležitosťam šeku patria: bezpodmienečný príkaz, meno šekovníka, podpis vystavovateľa, šeková suma a dátum a miesto vystavenia šeku.

V šeku môže byť stanovené, že sa má preplatiť:

1. URČITEJ OSOBE (REMITENTOVI) BEZ DOLOŽKY ALEBO S DOLOŽKOU "NA RAD" - TZV. ORDER ŠEK - tento šek je prevoditeľný rubopisom (indosamentom, žirom) na ďalšiu osobu. Šek môže znieť aj na vlastný rad vystavovateľa.

Rubopis má

- prevodný význam - t.j. rubopisom sú prevedené všetky práva doterajšieho majiteľa šeku
- garančný význam - t.j. každá osoba, ktorá prevedie rubopis, ručí sa za zaplatenie šeku
- legitimačný význam - t.j. osoba, na ktorú znie indosament alebo ktorá nadobudla šek blankoindosamentom, sa považuje za riadneho majiteľa šeku

Rubopis musí byť bezpodmienečný. Akákoľvek podmienka sa považuje za nenapísanú. Rovnako i čiastočný indosament je neplatný. Stretávame sa týmito typmi rubopisov:

- vyplneným indosamentom (plné žiro) - tento rubopis obsahuje meno ďalšieho majiteľa šeku
- nevyplneným indosamentom (biacogiro, blancoindosament, blankoindosament) - rubopis je tu prevedený len podpisom doterajšieho majiteľa šeku, nie je v ňom uvedené meno ďalšieho majiteľa
- indosament vybavený doložkou "hodnota na prijatie", "k inkasu", "in procura" - takto označený rubopis umožňuje osobe v rubopise uvedenej šek iba inkasovať. Význam tohto druhu šeku rastie najmä pri medzištátnych platbách.

2. URČITEJ OSOBE S DOLOŽKOU "NIE NA RAD" - TZV. REKTAŠEK - nie je prevoditeľný indosamentom, ale cesiou. V praxi sa málo používa.

3. AK NIE JE UVEDENÁ OSOBA, KTOREJ SA MÁ ŠEK PREPLATIŤ, IDE O TZV. AUR PORTEUR ŠEK, ktorý šekovník preplatí doručiteľovi

Za zaplatenie šeku zodpovedá vystavovateľ. Zaplatenie môže byť zaručené aj šekovým rukojemstvom. Šek je splatný na videnie (a vista), t.j. hneď po predložení. Túto skutočnosť nemožno zmeniť nijakou doložkou.

Podľa nášho šekového zákona existujú tieto lehoty na preplatenie šeku (v prípade anglosaského šekového práva je táto lehota vždy rovnaká - 90 dní):

- do 8 dní, ak je šek vystavený a splatný v tom istom štáte
- do 20 dní, ak bol vystavený v inom štáte toho istého svetadielu. Ak je však vystavený v európskom štáte a splatný v pobrežnom stredomorskom štáte alebo naopak, považuje sa za vystavený a splatný v tom istom svetadieli.
- do 70 dní, ak bol vystavený v inom svetadieli

V priebehu uvedených lehôt nemožno šek odvolať. Možno však uskutočniť zákaz výplaty šeku (stop-payment) na základe hlásenia zahraničných bánk, pokiaľ ide o stratený a odcudzený šek. Slovenský šekový zákon pripúšťa preplatenie šekov i po lehote, ak vystavovateľ šek neodvolal. Po uplynutí lehôt preberá banka šek iba na inkaso, alebo si vyžiada súhlas na preplatenie, príp. likviduje šek Cash Letter Systémom (CLS). Rovnako postupuje i v prípade, ak je šek preddatovaný.

Vystavovateľ alebo majiteľ šeku môže šek križovať - križovaný šek - dvoma rovnobežnými čiarami na líci šeku, medzi ktorými nie je uvedený nijaký text alebo len označenie "peňažný ústav", príp. označenie podobného významu. V tomto prípade ide o všeobecné križovanie. Ak je medzi dvoma čiarami vpísané meno peňažného ústavu, ide o zvláštne križovanie. Všeobecne križovaný šek môže šekovník zaplatiť len peňažnému ústavu alebo svojmu zákazníkovi. Šek so zvláštnym križovaním môže šekovník zaplatiť len označenému peňažnému ústavu alebo ak je tento peňažný ústav šekovníkom, len svojmu zákazníkovi. Na inkaso však môže použiť iný peňažný ústav. Peňažný ústav môže križovaný šek prijať len od svojho klienta alebo od iného peňažného ústavu a môže ho vybrať len na účet týchto osôb.

Vystavovateľ alebo majiteľ šeku môže zakázať výplatu šeku v hotovosti doložkou "len na zúčtovanie" alebo doložkou rovnakého významu (šek na zúčtovanie). Takýto šek môže byť preplatený iba bezhotovostným zúčtovaním na rozdiel od pokladničného šeku, ktorý môže byť inkasovaný i v hotovosti.

Ak šek predložený v lehote nebol preplatený a odmietnutie platenie bolo zistené protestom (úradné zistenie, že šek bol včas, t.j. v stanovenej lehote predložený a nebol zaplatený) alebo datovaným písomným vyhlásením šekovníka napísaným na šek, môže majiteľ šeku vykonať postih proti vystavovateľovi, indosantom a ostatným šekovo zaviazaným osobám. Podľa nášho šekového zákona sa protest musí uskutočniť pred uplynutím lehoty na predloženie šeku, príp. ešte v nasledujúci pracovný deň. Protest vznáša notár alebo miestne orgány samosprávy, v zahraničí najčastejšie notár. Pri šekoch splatných v zahraničí obstarávajú protest príslušné zahraničné banky. Nárok majiteľa proti indosantom, vystavovateľovi a ostatným šekovo zaviazaným sa premlčuje v 6. mesiaci od uplynutia lehoty na predloženie. Šekové súdne konanie je rovnako ako pri zmenkách urýchlené.

Základné druhy šekov:

- SÚKROMNÉ ŠEKY - vystavujú ich súkromné osoby, firmy, inštitúcie alebo ústavy. Vystavovatelia týchto šekov majú účty v banke alebo peňažných ústavoch.
- BANKOVÉ ŠEKY - vystavujú ich zahraničné banky, sporiteľne alebo záložne, veľké bonitné spoločnosti
- POKLADNIČNÉ ŠEKY - sú to šeky, ktoré možno vyplatiť v hotovosti

- **ŠEKY NA ZÚČTOVANIE** - tento druh šekov šekovník neprepláca, ale knihuje k dobru na účet oprávneného majiteľa. Šeky na zúčtovanie sú vybavené na líci doložkou "len na zúčtovanie" a podobne.
- **BLANKOŠEKY** - sú to neúplné šeky, ktoré vystavovateľ podpísal bez uvedenia sumy, pričom vystavovateľ uzatvára s majiteľom šeku osobitnú dohodu o podmienkach, za ktorých majiteľ môže šek vyplniť pred jeho predložením na honorovanie (honorovanie = splnenie záväzku zaplatením či úhradou). Blankošeky sa používajú na úhradu osobitných nákladov, ku ktorým sa vystavovateľ šeku zaviazal, ak výška nie je v čase vystavenia šeku známa a odklad plnenia záväzkov vystavovateľa šeku by bol spojený s ďalšími nákladmi
- **CESTOVNÉ ŠEKY** - používajú sa ako nástroj pre získavanie hotových peňazí na cestách do zahraničia. Je to CP, s ktorým je spojené právo na vyplatenie sumy, ktorá je v ňom určená pri jeho predložení na výplatu, a to za podmienok stanovených vystavovateľom cestovného šeku. Pri predložení cestovného šeku na preplatenie je preplácajúca osoba oprávnená požadovať preukaz totožnosti predkladateľa na jeho kontrolný podpis na cestovnom šeku - tzv. kontrasignácia, ktorá slúži na overenie toho, či cestovný šek predkladá oprávnená osoba. U nás túto oblasť upravuje Obchodný zákonník.
- **EUROŠEKY** - v západoeurópskych bankách bol zavedený systém okamžitého preplácania súkromných šekov. Dohodnutý systém spočíva v tom, že banka vydá klientovi - majiteľovi účtu šekovú legitimáciu, ktorá mu umožní predložiť na preplatenie ním vystavený šek v inej banke v inom štáte, než kde má svoj účet, a žiadať jeho honorovanie. Šeková legitimácia je vlastne zárukou peňažného ústavu, ktorý vedie účet svojho klienta, že predplatený šek bude týmto ústavom honorovaný. Eurošeky sú teda šeky preplácané na základe predloženia platnej šekovej záručnej legitimácie.

Dohoda zástupcov európskych bankových zväzov rozdeľuje účastníkov tohto systému na:

- a) aktívnych, t.j. banky štátov, ktoré samy vydávajú šekové záručné legitimácie (sú to Andorra, Belgicko, Švajčiarsko, Lichtenštajnsko, Dánsko, Francúzsko, Fínsko, Írsko, Luxembursko, SRN, Španielsko, Holandsko, Rakúsko, Veľká Británia, Taliansko, a) Slovensko)
- b) pasívnych, ktoré eurošeky na základe záručných legitimácií iba preplácajú

Šek musí byť vystavený na menu, ktorá je uvedená v podmienkach jednotlivých štátov. Preplatené eurošeky nesmú byť nijakým spôsobom znehodnotené. Musia byť križované všeobecnou formou a na rube vybavené všeobecným žirom. Slovenské inkasné banky zašlú preplatené eurošeky do zahraničia priamo tým bankám, na ktoré boli vystavené a oznámia im svoje bankové spojenie - banku, ktorá vedie ich účet, v prospech ktorého má byť hodnota preplatených a zaslaných šekov dobropísaná.

Dôležité ustanovenia medzinárodného šekového práva:

- účinky šekových vyhlásení sa riadia právom štátu, v ktorom boli vyhlásené
- lehoty na výkon postihových práv pre všetky osoby šekovo zaviazané sú právom miesta, kde bol šek vystavený
- právom štátu, v ktorom je šek splatný, sa riadia napr. lehoty na predloženie, možnosť prijatia šeku, možnosť čiastočného platenia, križovanie šeku a účinky križovania, možnosť odvolania šeku vystavovateľom, problémy v súvislosti so stratou šeku, príp. nevyhnutnosť protestu.

CASH LETTER SYSTEM (CLS)

- k zavedeniu CLS viedlo vzrastajúce používanie šekov a využívanie samočinných počítačov
- používanie tohto nového progresívneho systému predpokladá vysokú bankovú mechanizáciu, dokonalú bankovú organizáciu, veľmi dobrú, rýchlu a presne fungujúcu poštovú službu
- podstatou CLS je hromadné inkaso šekov splatných v mnohých zahraničných bankách v príslušnej krajine prostredníctvom jednej z nich, s ktorou slovenská inkasná banka uzatvorila v tomto zmysle dohodu a v ktorej vedú jej účet

- spočíva teda v okamžitom platení formou podmieneného úveru
- spracovanie šekov je pre vysielajúcu banku veľmi jednoduché, pretože nemusí vysielať šeky individuálnymi listami, ale jedným listom, ku ktorému je priložený zoznam šekov
- predpokladom použitia sumarizácie je využívanie mikrofilmu, na ktorom je každý šek pred odoslaním vyfotografovaný pre prípad, že by sa zásielka stratila
- touto formou sú spravidla likvidované súkromné šeky, ktorých vystavovatelia majú svoje účty v uvedených zahraničných bankách
- slovenská inkasná banka nepozná zostatok na účte vystavovateľa šeku, na ťarchu ktorého má byť súkromný šek preplatený a nedisponuje ani príslušným podpisovým vzorom, čiže nemôže odsúhlasiť podpis vystavovateľa šeku, t.j. takýto súkromný šek nie je možné preplatiť ihneď
- slovenská inkasná banka uskutoční podmienený dobropis šekovej sumy v prospech účtu podateľ'a šeku, ak jeho účet vedie a to počas dohodnutej lehoty - spravidla jedného mesiaca.
- ak je podateľ'om šeku súkromná osoba či iný subjekt, ktorý nemá účet v inkasnej banke, protihodnotou šekovej sumy vyplatenia až po prijatí dobropisu zahraničnej banky (z hľadiska klienta ide o individuálne inkaso šeku)
- zahraničná banka, s ktorou slovenská inkasná banka dohodla CLS, uskutočňuje spravidla okamžitý podmienený dobropis, sumarizovanej hodnoty šekov, ktoré jej boli zaslané v prospech účtu slovenskej inkasnej banky, ktorý vedie, hoci v mnohých prípadoch ide o šeky splatné v iných bankách a v rôznych miestach štátu, kde zahraničná banka sídli
- prijaté šeky musí táto banka potom sama inkasovať u zmienených subjektov
- ak zahraničná banka oznámi príslušnej slovenskej inkasnej banke buď ďalekopisom, telegraficky alebo iným spôsobom, že niektorý zo zaslaných šekov nebol preplatený, uskutoční slovenská inkasná banka okamžite storno dobropisu a podľa povahy prípadu avizuje skutočnosť podateľ'ovi šeku
- banka takto postupuje i v prípade, ak jej zahraničná banka oznámi, že sa pokúsi ešte raz predložiť šek na preplatenie

DEPOZITNÉ (VKLADOVÉ) CERITIFIKÁTY (DC)

DC vydáva banka výmenou za termínové peňažné vklady na zaokrúhlenú peňažnú čiastku. Zákonný rámec pre DC na Slovensku vytvára Občiansky zákonník a zákon o CP. Podľa poslednej zákonnej úpravy môžu mať DC listinnú aj zaknihovanú podobu. Sú vydávané na doručiteľ'a, ale aj na meno, s uvedením dátumu splatnosti, väčšinou v plnej nominálnej hodnote s vyznačením fixnej úrokovej sadzby.

Doba splatnosti je zvyčajne po mesiacoch do pol roka, ale možno sa stretnúť aj so splatnosťou 1, 2, 3 až 5 rokov. (V USA sa DC s dobou splatnosti nad 1 rok nazývajú termínované DC. Tu je zákonom obmedzená minimálna doba splatnosti na 7 dní, na hornú hranicu neexistuje obmedzenie.) Môžu ich nakupovať rôzne ekonomické subjekty - obyvateľ'stvo, podniky, orgány verejného sektora, preto sú nominované v rôznych hodnotách - malých, stredných i veľkých. Malé nominácie sú určené predovšetkým obyvateľ'stvu a sú alternatívou sporenia namiesto vkladnej knižky. Stredné a veľké nominácie sú určené predovšetkým podnikateľ'skej sfére. Pri veľkých nomináciách sú úrokové sadzby a doba splatnosti DC dohodnuté s investormi spravidla individuálne.

DC sú obchodovateľ'né cenné listiny, ktoré môžu byť pred lehotou splatnosti predmetom kúpy a predaja na sekundárnom trhu. V tom sa odlišujú od termínových bankových vkladov. Banky však niekedy obchodovateľ'nosť DC obmedzujú - v takomto prípade ich majiteľ obdrží výšku hodnoty DC až v termíne splatnosti.

Výška úrokových sadzieb z DC býva o niečo vyššia ako sú sadzby zo štátnych pokladničných poukázok, pretože sú rizikovejšie. Odrážajú trhové podmienky, rastú v čase peňažnej tiesne a klesajú, keď je na peňažnom trhu dostatok peňazí. Úroky sú vyplácané jednorázovo, súčasne s vkladom, najneskôr v deň splatnosti DC (okrem prípadov DC, ktoré majú splatnosť nad 1 rok, vtedy sa úroky vyplácajú ročne).

Úrokové sadzby sú stanovené na ročnom základe, formou pevného percenta, výška ktorého závisí od lehoty splatnosti, alebo pohyblivou úrokovou sadzbou. Lehota premčania na výplatu nominálnej hodnoty a úrokov je väčšinou 3 - 4 roky. Vlastník DC v prípade jeho poškodenia alebo straty môže požiadať banku o jeho umorenie.

Z hľadiska bánk sú DC alternatívou termínových vkladov. Pre banky majú veľký význam z hľadiska priaznivejšej a stabilnejšej tvorby zdrojov, pretože obmedzujú vklady na požiadanie a okamžité odvolanie. Bank sa snažia v dôsledku konkurencie vydávať DC za čoraz výhodnejších podmienok.

DC vznikli v roku 1961 v USA. Prvýkrát ich začala ponúkať First National City Bank of New York svojim klientom v nominálnych hodnotách 100 000 USD. Súčasne malá skupina dealerov CP súhlasila s utvorením sekundárneho trhu na DC v nominálnych hodnotách 100 000 USD a vyše. Trh šterlingových DC vo Veľkej Británii vznikol v r. 1968. Na území bývalej ČSFR DC ako prvá emitovala Komerční banka v Prahe v r. 1990. V súčasnosti ich emitujú mnohé ďalšie banky na území ČR a SR.

Vzhľadom na značný kolaps mnohých bankových inštitúcií vo svete sa zaviedol tzv. mnohovrstvový trh s DC. V ňom sú banky zaradené do rebríčka podľa stupňa rizika. DC, ktoré emitujú najlepšie banky, sa potom posudzujú ako kvalitné a banky, ktoré sa považujú za menej stabilné, emitujú nekvalitné DC s vyššou úrokovou sadzbou. Kvalitné DC sú potom dobre obchodovateľné aj na sekundárnom trhu.

Od vzniku DC došlo k ich mnohým inováciám, napr.:

- DC s variabilnou úrokovou sadzbou - sú emitované s dobou splatnosti až do 5 rokov, a s úrokovou sadzbou, ktorá sa prispôbuje každých 30, 90 alebo 180 dní. Úroková sadzba sa spravidla viaže na úrokovú sadzbu z DC na sekundárnom trhu, na prevládajúcu sadzbu medzibankového trhu, primárnu úrokovú sadzbu alebo na trhovú úrokovú sadzbu na eurodolarové vklady.
- rolované DC - sú to dlhodobejšie DC s vyššou úrokovou sadzbou, ktoré utvárajú balík série 6-mesačných DC, splatný za obdobie minimálne 2 rokov. Tento druh DC ponúka investorom vyššie výnosy a možnosť v prípade náhodnej a naliehavej potreby hotovosti predať niektoré DC z balíka pred lehotou splatnosti. Investor je však aj potom naďalej povinný kúpiť zvyšné DC vždy každých 6 mesiacov až do doby, keď vyprší kontrakt. Rolované DC môžu byť emitované s pevnou úrokovou sadzbou alebo s pohyblivou úrokovou sadzbou, ktorá sa mení každých 6 mesiacov.
- eurodolarové DC (zavedené v r. 1966) - sú prevoditeľné, v dolároch vedené vklady s výpovednou lehotou, vydané zahraničnými pobočkami veľkých amerických bánk a zahraničnými bankami. Sú emitované s pevnou i pohyblivou úrokovou sadzbou, ktorá je všeobecne vyššia ako sú výnosy z domácich DC. Pohyblivá úroková sadzba je viazaná na LIBOR a mení sa každé 3 až 6 mesiacov. Sekundárny trh je sústredený v New Yorku a v Londýne.
- ázijskodolarové DC - ponúkajú ich americké, japonské a iné banky, ktoré operujú v Singapore. Majú pevné aj pohyblivé úrokové sadzby, ktoré sú viazané na SIBOR (úrokovú sadzbu singapurského medzibankového trhu).
- obrie DC (jumbo DC) - sú to veľké, vyše 100 000 dolárové, prevoditeľné DC, ktoré emitujú nebankové sporiteľne a úverové združenia a sporiteľne
- americké DC (yankee DC) - sú emitované zahraničnými bankami v USA
- sprostredkované DC - sú predávané prostredníctvom maklérov v maximálnej nominálnej hodnote 100 000 USD, aby spĺňali požiadavky na federálne poistenie vkladov
- depozitné zmenky - sú hybridným fin. nástrojom s niektorými charakteristikami termínových DC a strednodobých obligácií podnikov s dobou splatnosti 1 - 10 rokov

POKLADNIČNÉ POUKÁŽKY (PP)

PP (v USA a vo Veľkej Británii známe pod názvom treasury bills) sú krátkodobé, úverové, diskontované CP, ktoré sú splatné do 1 roka. PP na slov. peňažnom trhu sú emitované v dematerializovanej podobe. U nás ich môžeme členiť z hľadiska emitenta na:

1. štátne PP – sú emitované MF SR na krytie krátkodobého deficitu ŠR. Agentom ich predaja je NBS. Primárny predaj prebieha spravidla aukčným spôsobom, a to:
 - americkou aukciou - uspokojujú sa akceptované objednávky za požadovaný výnos
 - holandskou aukciou - akceptované objednávky sa uspokojujú za najvyšší akceptovaný výnos

Objem emisie štátnych PP ovplyvňuje tiež fáza ekonomického cyklu - v čase recesie sa zvyšuje objem emisie štátnych PP. Emisia štátnych PP je totiž súčasťou fiškálnej politiky, prostredníctvom ktorej sa vláda v súlade so zámermi menovej politiky centrálnej banky snaží naštartovať ekonomiku rôznymi vládnymi programami, ktoré by prispeli k opätovnému oživeniu ekonomiky.

Vzhľadom na obrovský rozsah trhu so štátnymi PP má tento trh tendenciu určovať podmienky i pre ďalšie segmenty peňažného trhu, napr. ak rastie úroková sadzba štátnych PP, obvykle rýchlo rastú aj úrokové sadzby iných nástrojov peňažného trhu. Zatiaľ čo ceny štátnych PP sú pomerne stabilné, výnosy z týchto poukážok vykazujú vysokú fluktuáciu v závislosti od zmien ekonomických podmienok. Úrokové sadzby obvykle klesajú v priebehu recesie, a naopak, v období expanzie sa tlačia smerom nahor.

2. PP NBS - emituje ich centrálna banka. Sú jedným z nástrojov na riadenie likvidity v bankovom sektore, hrajú kľúčovú úlohu pri realizácii monetárnej politiky centrálnej banky. Prostredníctvom nich môže centrálna banka ovplyvňovať iné úrokové sadzby na peňažnom trhu, objem úverov a v konečnom dôsledku aj celkový objem investičných výdavkov.

PP sú obchodovateľné CP, ktoré majú vysokú likviditu, takmer žiadne riziko, a preto aj nižší výnos ako iné CP. Predávajú sa s diskontom pod nominálnu hodnotu. Nominálnu hodnotu dostane až posledný majiteľ v lehote ich splatnosti. Výnos pri tomto druhu CP je teda daný rozdielom medzi kúpnu cenou a nominálnou hodnotou. Prednosťou týchto krátkodobých CP je to, že ich vlastníkom i dlžníkom umožňujú rýchlu reakciu na tempo rastu inflácie a úrokovú mieru.

DOHODY O SPÄTNOM ODKÚPENÍ (REPO OBCHODY)

Dohody o spätnom odkúpení sú zmluvy uzatvárané medzi dealerom (bankou) a veriteľom. Dealer predáva veriteľovi CP a súčasne s ním uzatvára zmluvu o spätnom odkúpení k vopred dohodnutému dátumu za pevnú cenu plus úrok. V podstate ide o prechodné rozšírenie úveru, ktoré je zaistené CP.

Repo obchody sú operácie zložené z 2 samostatných, súčasne dohodnutých transakcií:

1. okamžitá (spotová) transakcia - zahŕňa prevod CP jednou zmluvnou stranou druhej so spotovou cenou. Po dohode zmluvných strán sa môže vyrovnanie obchodu uskutočniť aj v deň transakcie, resp. v nasledujúci pracovný deň.
2. termínová transakcia - zahŕňa prevod CP späť od kupujúceho k predávajúcemu vo vopred stanovenom termíne a za vopred stanovenú cenu.

Transfery peňažných prostriedkov pri repo obchodoch prebiehajú opačne ako sa realizujú prevody CP.

Niektoré zmluvy o spätnom odkúpení nemajú žiadnu vopred určenú dobu splatnosti a ich splatnosť môže byť určená krátkodobou výpoveďou oboma stranami. Takéto dohody o spätnom odkúpení sa označujú ako trvalé dohody. Dohody o spätnom odkúpení môžu byť transakciami iba na jeden alebo niekoľko dní.

Dlhodobejšie dohody o spätnom odkúpení sú známe ako termínové zmluvy. Existujú aj dohody, ktoré v sebe zahrňujú určitú flexibilitu, ktorá je prínosom pre dlžníka i veriteľa, napr. umožňujú, aby predajca CP spätne od veriteľa odkúpil podobné CP, teda nie tie, ktoré boli pôvodne predané a pod.

Dohody o spätnom odkúpení sú považované za relatívne málo rizikový spôsob na investovanie prechodných hotovostných prebytkov, ktoré môžu byť v prípade potreby rýchle získané späť. Spravidla existuje aj minimálna čiastka na uzatváranie repo obchodov - v USA napr. 1 mil. USD pri dohodách zaručených štátnymi PP. Úroková sadzba repo obchodov je výnos, ktorý musí dealer zaplatiť požičiavateľovi krátkodobých peňažných prostriedkov za prechodné použitie peňazí a je úzko zviazaná s inými sadzbami peňažného trhu. Zvyčajne sú CP, ktoré slúžia ako záruka dohody, ohodnotené na základe súčasnej trhovej ceny plus nahromadený úrok mínus diskont na zníženie rizika veriteľa. Platí tu závislosť, že čím je doba splatnosti dlhšia, čím rizikovejšie a menej likvidné sú CP, tým väčší bude diskont.

KOMERČNÉ PAPIERE

Komerčné papiere sú definované ako krátkodobé nezaistené dlžobné úpisy, emitované dobre známou spoločnosťou, ktorá je finančne silná a má vysokú triedu úveryšchopnosti. Väčšinou sú to spoločnosti, ktorých akcie sú kótované na burze. Majú otvorené tzv. kreditné linky so svojimi bankami, ktoré slúžia na pokrytie všetkých emitovaných CP. Sú teda alternatívou bankových úverov. Tento druh CP je v USA jedným z najstarších nástrojov peňažného trhu, objavil sa už v 18. stor. Komerčné papiere sú väčšinou obchodovateľné najmä na primárnom trhu. Pravidelný sekundárny trh s komerčnými papiermi v USA neexistuje, i keď niektorí emitenti alebo dealeri, ktorí komerčné papiere predali, súhlasia s ich umorením pred dobou splatnosti.

Peňažné prostriedky, ktoré emitujúce spoločnosti získavajú z emisie komerčných papierov, používajú spravidla na financovanie bežných, prevádzkových potrieb - napr. na nákup zásob, uhradenie miezd a plátov, zaplatenie daní a iných krátkodobých záväzkov.

Čo viedlo firmy k tomu, že začali emitovať komerčné papiere? Hlavným dôvodom je aj smotné konzervatívne správanie komerčných bánk, ktoré nie sú vždy z hľadiska opatrnosti ochotné poskytovať úvery. V posledných rokoch sú komerčné papiere aj lacnejším zdrojom získavania prostriedkov ako bankový úver či emisia dlhopisov. Úrokové sadzby komerčných papierov sú veľmi flexibilné, prispôbujú sa situácii na trhu podľa meniacej sa ponuky a dopytu, čím emitent môže získať veľmi lacný zdroj pre svoje potreby. Prednosťou týchto CP je aj ich vysoká kvalita, často porovnateľná so štátnymi PP. Firmy, ktoré chcú emitovať komerčné papiere, sa totiž snažia získať čo najlepšie ocenenie svojej úverovej schopnosti prostredníctvom renomovaných ratingových organizácií. Pre komerčné papiere v závislosti od ratingu existujú 3 triedy, a to kvalitné, vhodné alebo uspokojivé.

Komerčné papiere sa emitujú ako:

1. priame papiere - emitujú ich hlavne veľké finančné spoločnosti a bankové holdingové spoločnosti, ktoré si vypožičiavajú peniaze nepretržite a dávajú prednosť obchodovaniu s investormi priamo pred využívaním dealerov ako sprostredkovateľov. Všetky tieto spoločnosti majú špičkovú triedu úveryšchopnosti a udržiavajú stále fungujúce vzťahy s poprednými inštitucionálnymi investormi. Priamo umiestňované CP musia byť predávané vo veľkých objemoch, aby boli pokryté vysoké náklady distribúcie a marketingu.
2. dealerské (priemyselné) papiere - emitujú ich dealeri CP v zastúpení ich zákazníkov (nefinančné inštitúcie, podniky verejných služieb, maloobchodné reťazce a pod.). Emitujúce spoločnosti predávajú CP priamo dealerovi, ktorý ich kupuje za cenu zníženú o diskont a poplatok, a vzápätí na to ich predáva na trhu za vyššiu cenu.

Doba splatnosti komerčných papierov sa pohybuje od 3 dní (tzv. "víkendové papiere") do 9 mesiacov, väčšina má však dobu splatnosti 60 dní alebo menej. Priemerná doba splatnosti sa pohybuje od 20 do 45 dní. Komerčné papiere nie sú v USA zvyčajne emitované s dobou splatnosti vyše 270 dní, pretože podľa zákona o CP každý CP predaný na americkom voľnom trhu s dobou splatnosti nad 270 dní musí byť zaregistrovaný pri Komisii pre cenné papiere a burzy. Zvyčajná nominálna hodnota komerčných papierov je 1 mil. USD, minimálna nominálna hodnota je spravidla 25 000 USD.

Výnosy z komerčných papierov sa určujú podobne ako pri štátnych PP metódou diskontu. Väčšina komerčných papierov sa predáva s diskontom pod nominálnu hodnotu. Nominálna hodnota je splatná v deň splatnosti. Existujú však aj komerčné papiere s kupónovým výnosom. Trh s komerčnými papiermi je veľmi nestály a podlieha zmenám na trhu. Všeobecne platí, že úrokové sadzby komerčných papierov sú nižšie ako úrokové sadzby pri pôžičkách bánk, ale vyššie ako pri štátnych PP. Úroková sadzba tým zohľadňuje aj určitý stupeň rizika a tiež to, že výnosy štátnych PP sú oslobodené od daní.

Napriek nesporným výhodám emisie komerčných papierov (nižšie a flexibilnejšie úrokové sadzby ako sú úrokové sadzby z pôžičiek komerčných bánk, možnosť získať finančné prostriedky v priebehu jedného alebo dvoch dní od ich emisie) majú aj niektoré nevýhody. Možným rizikom je odcudzenie bánk, ktoré by mohli pomôcť podniku pôžičkami v čase skutočne vážnych problémov. Trh s komerčnými papiermi je veľmi citlivý na ekonomické podmienky, a tak v čase recesie je pre firmu potom veľmi obtiažne získať potrebnú hotovosť za "rozumnú" úrokovú sadzbu, ak neexistujú dobré a priateľské vzťahy s komerčnými bankami. Ďalšia nevýhoda je podstatná pre investorov - komerčné papiere nemôžu byť vyplatené pred lehotou splatnosti.

Emitenti komerčných papierov v snahe znížiť investorské riziko zaisťujú emisie komerčných papierov v komerčných bankách napr. tzv. vymieraným úverom, ktorý však nemôže byť použitý pre priamu záručnú platbu v prípade bankrotu, alebo komerčným vkladom v banke, príp. vydaním neodvolateľného akreditívu.

Americký trh komerčných papierov sa postupne rozširuje aj o komerčné papiere, ktoré emitujú zahraničné banky a priemyselné spoločnosti, medzinárodné finančné konglomeráty, štátne vlády a miestne správy. Komerčné papiere, ktoré sú emitované v USA zahraničnými subjektami, sa nazývajú AMERICKÉ PAPIERE. Rovnako americkí emitenti komerčných papierov vstupujú na trhy do zámoria. Komerčné papiere amerických spoločností umiestnené na európskom trhu sa označujú ako EUROPAPIERE. Najväčšími investormi do europapierov sú medzinárodné banky, súkromné spoločnosti a vládou sponzorované alebo vládou vlastnené centrálné banky.

Na rozdiel od amerického trhu komerčných papierov európske komerčné papiere majú aktívne rozvinutý sekundárny trh, doba splatnosti je v priemere dvakrát taká dlhšia ako v USA a väčšina komerčných papierov je umiestnená prostredníctvom medzinárodných dealerov.

INOVÁCIE NA PEŇAŽNOM TRHU

V spojitosti s výraznými zmenami na finančných trhoch v 70. a 80. rokoch sa začali týmto zmenám prispôsobovať aj nástroje peňažného trhu. Sú to napr.:

- a) EMISNÉ POUKÁŽKY - NIF (note issuance facility) - vznikli v r. 1981. Sú pre spoločnosti alternatívou komerčných papierov v období poklesu dopytu po komerčných papieroch alebo v čase fin. tiesne. Sú to strednodobé záväzky medzi dlžníkom a bankou, pomocou ktorých môže spoločnosť emitovať komerčné papiere alebo poukážky svojím vlastným menom, ale pri využití efektívneho upisovania alebo pevného prevzatia emisie bankou. Banka sa preto snaží zaisťiť, aby poukážky boli

umiestnené medzi distribútormi. NIF sú často viazané až na 5 - 7 rokov, v priebehu ktorých sa poukážky emitujú rolovacím princípom pri splatnosti jednotlivých emisií za 3 alebo 6 mesiacov.

- b) EUROPOUKÁŽKY (euronotes) - emitujú ich banky so splatnosťou 3 - 6 mesiacov. Rozdiel medzi europoukážkami a eurokomerčnými papiermi je v tom, že europoukážky sú umiestňované bankami.
- c) NÁSOBNÉ KOMPONENTNÉ NÁSTROJE - MCF (multiple component facility) - fungujú na princípe NIF. Umožňujú získať finančné prostriedky na eurotrhu rôznymi formami, napr. krátkodobými zálohami, dennými fondami na preklopenie medzier vo vydávaní poukážok (swingline credits) a bankovými akceptáciami. Preto sú MCF viacnásobnými NIF, ktoré umožňujú dlžníkom získať peňažné prostriedky ktorýmkoľvek spôsobom tak, aby boli čo najlacnejšie a časovo najvýhodnejšie.
- d) ROLOVACIE UPISOVACIE NÁSTROJE - RUF (revolving underwriting facility) - sú to v podstate upisovacie poukážky (NIF) na eurotrhu. Môžu mať 2 podoby: buď sú umiestňované jednou bankou, ktorá vystupuje ako agent pre skupinu bánk upisujúcich emisie na rolovacom základe, alebo sú umiestňované prostredníctvom konzorcia bánk, ktoré využívajú svoje silné pozície pri predaji emisie investorom. Okrem toho existujú aj prevoditeľné RUF, ktoré umožňujú upisujúcim previesť svoj záväzok na inú banku.

Cenné papiere kapitálového trhu

K nástrojom kapitálového trhu patria:

- a) strednodobé a dlhodobé úvery - poskytujú ich banky alebo iné fin. inštitúcie (napr. revolvingové, hypotekárne, stavebné úvery a pod.)
- b) finančný leasing a forfaiting - osobitné formy strednodobých a dlhodobých úverov
- c) strednodobé a dlhodobé CP, ktoré možno rozdeliť na:
 - dlhové (úverové) CP (obligácie, hypotekárne záložné listy, pozemkové dlžobné úpisy, vkladové listy a pod.)
 - majetkové CP (akcie, podielové listy, podiely, podielové družstevné listy, kuksy a pod.)

DLHOPISY (OBLIGÁCIE)

Dlhopis (podľa zákona o dlhopisoch) - CP, s ktorým je spojené právo majiteľa požadovať splácanie dlžnej sumy v nominálnych hodnotách a vyplácanie výnosov z nej k určitému dátumu, a povinnosť osoby oprávnenej vydávať dlhopisy (emitenta) tieto záväzky splniť

Zákon o dlhopisoch upravuje nasledovné, hromadne vydávané formy dlhopisov:

- hypotekárne záložné listy
- štátne dlhopisy
- komunálne dlhopisy
- zamestnanecké obligácie

Okrem toho musia mať náležitosti dlhopisov aj CP, ktoré potvrdzujú uloženie peňažných prostriedkov a sú vydávané pod označením vkladové listy, vkladové certifikáty, depozitné certifikáty a pokladničné poukážky.

Slovensko má aj ďalšiu, špecifickú formu dlhopisov - **dlhopisy FNM**, ktoré sú nástrojom dlhopisovej metódy kupónovej privatizácie. Začiatkom r. 1996 emitoval FNM 3,33 miliónov dlhopisov v nominálnej hodnote 10 000 Sk, s ročným výnosom rovným diskontnej sadzbe NBS, splatných v r. 2001. Túto špecifickú formu dlhopisov upravuje zákon o podmienkach prevodu majetku štátu na iné osoby, a mechanizmus nakladania s dlhopismi FNM upresňuje nariadenie vlády o vydávaní a použití investičných kupónov. Podľa týchto nariadení môžu dlhopisy FNM ich majitelia použiť 12 spôsobmi:

- na predaj FO alebo PO na splatenie záväzku voči FNM alebo Slovenskému pozemkovému fondu (SPF)
- ako vklad do obchodnej spoločnosti so záväzkom voči FNM alebo SPF
- na doplnkové dôchodkové a zdravotné poistenie
- ako platidlo za prevod bytu do vlastníctva
- na bezodplatný prevod blízkej osobe na nadobudnutie bytu do vlastníctva
- na prechod dlhopisu na základe dedenia
- pri nadobúdaní akcií z majetku FNM
- vyplatenie dlhopisu pred lehotou splatnosti
- na splatenie záväzku voči FNM
- na splatenie záväzku voči SPF
- na výplatu v r. 2001

Obligácie ako jedna z foriem dlhopisov sú tiež CP, v ktorých sa dlžník (emitent) zaväzuje, že v stanovenej lehote splatí nominálnu hodnotu obligácie (naraz alebo po častiach) a že v stanovenej lehote bude vyplácať úrok, resp. iné platby (prémie, zlosovateľné výhry a pod.). Z hľadiska podniku ako emitenta a investora majú podnikové obligácie v porovnaní s akciami a inými majetkovými CP rad výhod, ale aj nevýhod:

a) výhody emisie obligácií z hľadiska podniku ako emitenta:

- možnosť získania veľkého úveru, ktorý by neboli ochotné alebo schopné poskytnúť ani veľké banky, príp. konzorcium bánk
- možnosť vyhnúť sa príliš silnej kontrole banky
- obligácie nie sú obmedzené na určitú právnu formu podniku (na Slovensku s výnimkou investičných spoločností a investičných fondov môžu emitovať obligácie všetky PO a FO zapísané do OR), hoci sú výhodné iba pre veľké podniky, najčastejšie a.s., ktoré si môžu dovoliť vysoké transakčné náklady, ktoré sa vyplácajú iba pri veľkých emisiách. Na Slovensku sa odporúča minimálny objem emisie vo výške 100 mil. Sk, v Nemecku je to napr. 500 mil. DEM.
- obligácie nemôžu byť od veriteľa vypovedané (s výnimkou obligácií s put opciou, pri ktorej má investor právo na skoršie splatenie obligácie), veriteľ ich môže v prípade potreby hotových peňazí predat' na sekundárnom trhu
- možnosť splatenia nominálnej hodnoty naraz až po uplynutí doby splatnosti (môžu byť, prirodzene, dohodnuté aj iné spôsoby splatenia nominálnej hodnoty). Táto výhoda má význam z hľadiska časovej hodnoty peňazí.
- možnosť kúpiť vlastné obligácie na sekundárnom trhu v prípade nižšej trhovej ceny ako je nominálna (alebo iná umorovacia hodnota)
- pevne kalkulatelné úrokové náklady v prípade klasických obligácií s pevným výnosom z kupónu
- úroky z kupónov znižujú hospodársky výsledok pred zdanením
- nie je s nimi spojené právo podieľať sa na riadení spoločnosti pre ich držiteľov, iba právo na pohľadávku

b) nevýhody emisie obligácií pre podnik ako emitenta:

- emisia obligácií predpokladá určitú bonitu podniku, ktorej základom je zodpovedajúci vlastný kapitál a uspokojivá výnosová situácia
- emisia je viazaná na súhlas štátu (u nás MF SR a NBS)
- použitie emisii obligácií má zmysel len vtedy, ak sú úroky z obligácií nižšie ako výnosy, ktoré sa ich pomocou dosahujú (leverage efekt)
- zaťažujú podniky aj v stratových rokoch a môžu znižovať podnikovú podstatu
- s výnimkou najlepších podnikov vyžadujú záruku, niekedy na nehnuteľnosti

- v priebehu životnosti obligácií sú potrebné náklady spojené s organizovaním výplaty úrokov veľkému počtu držiteľov obligácií a v lehote splatnosti sú potrebné náklady na splatenie istiny obligácií
- obligácie musia byť splatené v dohodnutom termíne
- prísun cudzieho kapitálu zhoršuje stav súvahy

c) výhody investovania do obligácií pre investora:

- pevný úrokový výnos počas celej doby životnosti obligácie (v prípade klasických obligácií)
- žiadne kurzové riziko, ak nie sú obligácie predčasne predané
- možnosť dosiahnutia kapitálového výnosu pri predčasnom predaji v prípade poklesu všeobecnej úrovne trhových úrokových sadzieb

d) nevýhody investovania do obligácií pre investora:

- kurzové riziko, ak obligácia musí byť predčasne predaná
- strata hodnoty pri inflácii

Aby sa obligácia stala CP, musí obsahovať zákonom predpísané náležitosti:

- označenie emitenta (názov a sídlo, resp. meno a bydlisko)
- názov obligácie a jej označenie podľa medzinárodného systému číslovania na identifikáciu CP ISIN, ak ide o verejne obchodovateľné obligácie
- nominálnu hodnotu obligácie, a to v slovenskej mene najmenej 1 000 Sk a vyššie hodnoty vždy v celých tisícoch Sk, alebo v cudzej mene, pokiaľ je obligácia vydaná v cudzej mene
- spôsob určenia výnosu
- vyhlásenie emitenta, že dlhuje nominálnu hodnotu obligácie jeho majiteľovi
- záväzok emitenta splatiť NH obligácie v určitom termíne alebo termínoch, vyplácať určený výnos dlhopisu v ustanovených termínoch, spôsob výplat a určenie platobného miesta
- pri obligáciách na meno aj meno ich prvého majiteľa
- dátum vydania dlhopisov a odtlačok podpisov predstaviteľov emitenta
- údaj o rozhodnutí ministerstva o povolení emisie dlhopisov

Podľa poslednej právnej úpravy v oblasti CP obligácie môžu mať iba zaknihované (dematerializované) podobu, ak boli vydané a prijaté na verejné obchodovanie ako verejne obchodovateľné CP. Súkromne umiestnené obligácie môžu mať obe podoby – dematerializované aj listinné. Kupóny, ktoré sú súčasťou tohto druhu CP, môžu mať zaknihovanú aj listinnú podobu a môžu sa vydávať ako CP na doručiteľa.

Úrok z kupónu (výnos z obligácie) môže emitent na Slovensku určiť:

- pevnou úrokovou sadzbou
- pevnou úrokovou sadzbou a podielom na zisku
- rozdielom medzi nominálnou hodnotou obligácie a jej nižším emisným kurzom
- vyžrebovateľnou prémie alebo prémie v závislosti od lehoty splatnosti obligácie
- pohyblivou úrokovou sadzbou, príp. vývojom devízových kurzov v závislosti od pohybu úrokových sadzieb alebo kurzov na fin. trhu
- kombináciou uvedených spôsobov

Podniky na Slovensku z týchto možností využívali hlavne:

- a) stanovenie výnosov pevnou úrokovou sadzbou
- b) pohyblivý výnos, výška ktorého závisí od diskontnej sadzby NBS a objavili sa aj obligácie, ktorých výnos z kupónu je určený 6-mesačnou referenčnou sadzbou BRIBOR
- c) nulový kupón, t.j. vyplatenie úrokov v čase splatnosti obligácie

Frekvencia výplat výnosov z obligácií býva rôzna, najčastejšie polročná, ročná ale aj štvrťročná. Výška ÚS z kupónu závisí od emitujúcich spoločností. Vo vyspelých trhovách ekonomikách majú výnosy obligácií vysokej kvality tendenciu pohybovať sa na úrovni výnosov z vládnych obligácií. Výnosy obligácií nižšej kvality sú tesnejšie späté s podmienkami ekonomiky a s faktormi, špecificky ovplyvňujúcimi riziko každej firmy, ktorá si požičiava.

Obligácie môžu mať rôzne doby splatnosti. V 50. - 60. rokoch prevládali emisie 20 - 30 ročných obligácií, v súčasnosti sa emitujú obligácie prevažne na 1 - 15 rokov. Každá obligácia má stanovenú svoju splatnosť - deň, kedy je splatená posledná časť dlžobnej čiastky vrátane úrokov a iných odmien. Dátumom splatnosti končí životnosť obligácie.

NH obligácie sa môže splácať:

1. jednorázovo - po uplynutí stanovenej lehoty
2. dvojrázovo - tzv. dvoj dátumové obligácie (double-dated bonds)
3. po častiach, v splátkach - môže ísť o rovnomerné alebo nerovnomerné splátky. Tento spôsob splácania sa využíva hlavne pri dlhodobých pôžičkách. Pri verejne obchodovateľných obligáciách sa to uskutočňuje prostredníctvom umorovacieho fondu, do ktorého spoločnosť každý rok platí určitú sumu v hotovosti, aby splnila svoj záväzok ročne odobrať stanovené množstvo obligácií. Prostriedky fondu sa môžu použiť aj na spätný nákup a na stiahnutie obligácií.
4. formou anuit, kedy sa každoročne umoruje určitá čiastka dlhu spolu s úrokom. Rovnaká výška anuity obsahuje klesajúci úrok a stúpajúci podiel splátok.
5. obligácie, ktoré nemajú žiadny termín splatnosti a zaväzujú sa iba na výplatu kupónov na neobmedzené obdobie - tzv. perpetuity (konsoly, večné renty). Konsoly spravidla vydáva štát s cieľom vojnových pôžičiek alebo na konsolidáciu štátneho dlhu, t.j. prechodného štátneho dlhu na trvalý. Súkromný sektor vydáva tento typ CP len výnimočne.

V súčasnosti sa môžeme stretnúť aj s obligáciami, ktoré umožňujú predĺženie (extendable bonds) alebo skrátenie (retractable bonds) ich doby splatnosti, pričom emitent má právo upraviť úrokovú sadzbu. Inováciou v tejto oblasti sú obligácie s call opciou, ktorá dáva emitentovi právo na skoršie vyplatenie obligácií, alebo obligácie s put opciou, ktorá dáva rovnaké právo investorovi.

Doba splatnosti obligácie je prevažne 4 - 5 rokov. Vysoké riziko a veľké pohyby úrokových sadzieb neumožňujú umiestniť emisie obligácií s dlhou lehotou splatnosti. Relatívna stabilita na fin. trhu v r. 1996 umožnila umiestniť na trhu obligácie so 7 - 10-ročnou dobou splatnosti.

Obligácie môžu byť vydané:

1. BEZ ZÁRUKY - garantujú ich iba emitenti. Tieto obligácie vydávajú spravidla firmy s dobrou povest'ou a vyrovnanou fin. situáciou. V prípade likvidácie spoločnosti sú majitelia týchto obligácií v poradí uspokojovania pohľadávok až za majiteľmi zaručených obligácií a prednostných veriteľov (štát a pod.)
2. SO ZÁRUKOU - existuje niekoľko možností zaistenia:
 - a) majetkom emitenta (pozemky, domy, aktíva, CP, hotovosť a pod.) - v závislosti od druhu majetku a spôsobu jeho založenia možno rozlišovať:
 - obligácie s pevným zaistením - sú zaistené konkrétnym majetkom spoločnosti, s ktorým v priebehu trvania dlžobného vzťahu nie je povolené disponovať. V prípade nesplatenia obligácií je tento majetok predaný a z výnosu sú uspokojené nároky veriteľov.
 - obligácie s pohyblivým zaistením - sú zaistené všeobecne celým majetkom spoločnosti. Spoločnosť môže voľne nakladať s majetkom až do času, kedy by došlo k eventuálnemu

nesplateniu obligácií. Zaťaženie sa vzťahuje na celý majetok spoločnosti, ktorý už nebol predtým zaťažený.

- obligácie zaručené založením vedľajšej istoty (kolaterálne ručené obligácie) - sú zaistené CP - akciami, obligáciami a pod. Založené CP drží spravidla "opatrovník" v prospech investorov obligácií, emitent si ponecháva hlasovacie práva a inkaso úrokov a dividend zo založených CP. Tento spôsob zaistenia emitovaných obligácií využívajú hlavne holdingové spoločnosti.
- b) umorovacím fondom - umorovací fond je určený aj na to, aby spoločnosť bola schopná vyplatiť obligácie v okamihu, keď sa stanú splatné. Umorovací fond je utváraný periodickými platbami, odvádzanými podľa plánu, ktorý je spravidla viazaný na odpisovanie akýchkoľvek aktív podporovaných obligáciami. Z peňazí akumulovaných vo fonde môže byť periodicky vyplácaná časť obligácií, ktoré sú v obehu (losovaním, kúpou na sekundárnom trhu v prípade nízkych cien a pod.). Veľa obligácií býva zaistených nielen existujúcim majetkom, ale aj majetkom získaným neskôr.
- c) prostredníctvom štátu, banky a pod. - obligácie zabezpečené štátom sa považujú za prvotriedne CP.

Na Slovensku sa doteraz zaist'ovanie obligácií uskutočňovalo prevažne ručením za záväzky do 100 - 150 % objemu emisie majetkom podniku. Za základ sa pritom berie účtovná hodnota majetku podniku. Na schopnosť emitenta uhradiť svoje záväzky dohliada MF SR pri udeľovaní povolenia emisie obligácií. Táto forma umožňuje kontrolu emitenta zo strany štátneho orgánu, čo do značnej miery posilňuje ochranu investora, ktorý nemusí vyžadovať ručenie majetkom emitenta. Niektoré emisie podnikových obligácií boli zaručené štátom.

Členenie obligácií:

a) z hľadiska emitenta:

- štátne obligácie
- komunálne (municipálne) obligácie - emitentom je mesto či obec
- priemyselné obligácie - vydávané podnikateľským sektorom (nielen priemyselnými, ale aj obchodnými, dopravnými spoločnosťami a pod.)
- bankové obligácie
- zamestnanecké obligácie
- obligácie holdingových spoločností a pod.

b) z hľadiska prevoditeľnosti:

- obligácie na doručiteľa - ich prevod sa uskutočňuje iba odovzdaním, takže každý majiteľ je oprávnený požadovať od emitenta splnenie záväzkov
- obligácie na meno - ich prevod sa uskutočňuje cesiou (prevodom), ktorá sa obyčajne vyznačuje na samotnom CP. U nás sú takéto obligácie prevoditeľné rubopisom. Emitent má právo obmedziť alebo zakázať prevoditeľnosť obligácií na meno, musí to však v ich texte vyslovene uviesť. Pri neprevoditeľných obligáciách na meno musí byť v ich texte a v podmienkach emisie uvedené, ako bude emitent v prípade úmrtia ich majiteľa postupovať.

c) z hľadiska meny:

- národné - emitované na domácom kapitálovom trhu v národnej mene
- zahraničné - vydávané v zahraničnej mene na jednom kapitálovom trhu v zahraničí (podliehajú zákonu a zvyklostiam danej krajiny)
- euroobligácie - ponúkajú sa medzinárodne vo viacerých cudzích krajinách naraz, obyčajne v Londýne, v pobočkách medzinárodných bánk a u obchodníkov s CP. Sú vystavené v konvertibilných, relatívne stabilných menách - najobľúbenejšie sú USD, DEM, GBL, EURO, japonský jen. Eurodólarový trh je obohacovaný ustavičnými inováciami:

- dvojmenové obligácie (dual currency bonds) - splátka istiny prebieha v inej mene než výplata kupónov
- obligácie so zmenenou menou (currency changed bonds) - kupón sa vypláca najprv v jednej a potom v druhej mene
- mnohonásobné kupónové obligácie (multiple coupon bonds) - menia výplatu kupónu podľa vopred daných podmienok. K zmene môže dôjsť aj v type kupónu, napr. z fixného na pohyblivý (fixet-then-floating bonds) alebo z fixného na nulový (fixet-then-zero bonds).

d) z hľadiska oprávnení, ktoré sú s obligáciami spojené:

- základné
- prioritné- môžu mať rôzne prednostné práva pre veriteľa, napr. prednostný nárok pri likvidácii spoločnosti, výhodnejší úrok než pri základných obligáciách a pod.

e) z hľadiska stanovenia výnosov z kupónu:

❑ **OBLIGÁCIE S PEVNOU ÚROKOVOU SADZBOU** - klasická a do 70.rokov najčastejšia forma získavania kapitálu aj na zahr. kap. trhoch. Čiastka vyplácaná na každý kupón je vždy rovnaká a je vopred stanovená v čase emisie spolu s lehotou splatnosti a spôsobom umorenia. Pre investora sú výhodné v normálnych, neinflačných obdobiach a v prípade poklesu ÚS. Pre emitenta sú naopak výhodné v inflačných podmienkach a v prípade rastu ÚS. Nominálny úrok nemusí vždy vyjadrovať skutočný výnos z obligácie - napr. štát emituje obligácie s nižším úrokom, ktorý je však zvýhodňovaný daňovo, obligácie štátnych a verejných pôžičiek sú okrem toho dobre zaistené a preto bezpečné (platí to aj na obligácie iných, renomovaných emitentov).

❑ **OBLIGÁCIE S NULOVÝM KUPÓNOM (zero bonds)** - sú emitované v dvoch formách:

- s diskontom pod NH, NH je v čase zrelosti obligácie vyplatená celá. Počiatočný diskont je tým väčší, čím dlhšia je doba splatnosti. Rozdiel medzi NH a PC obligácie zahŕňa akumulované úroky za celú dobu trvania pôžičky a spravidla aj úroky z úrokov.
- predaj obligácií za NH a v lehote splatnosti dostáva majiteľ sumu rovnú NH zvýšenej o kumulované úroky za celú životnosť

Výhodami týchto obligácií je, že v niektorých krajinách (nie však v SR) výnos nepodlieha zdaneniu, v prípade klesajúcej úrovne trhových ÚS umožňujú dosahovanie vyšších kurzových ziskov a okrem toho investorovi odpadá starosť s reinvestovaním ročných výnosov z kupónu. Značnou nevýhodou je vysoké kurzové riziko za predpokladu stúpajúceho trendu trhových ÚS.

❑ **VYZLEČENÉ OBLIGÁCIE (stripped bonds)** - obligácie sú rozdelené na dve časti - jedna časť reprezentuje úrok a druhá NH. Na obidve časti sú emitované CP, ktoré sa predávajú oddelene. Úroková časť má charakter anuitnej obligácie a časť reprezentujúca NH má charakter obligácie s nulovým kupónom. Oddelenie kupónu sa nazýva "coupon stripping". V podstate ide o syntetické CP, ktoré sa po prvýkrát objavili na amer. kap. trhu v r. 1982. Motívom ich vzniku bol zákaz emisie vládnych obligácií s nulovým kupónom.

❑ **OBLIGÁCIE S POHYBLIVOU ÚROKOVOU SADZBOU (floating rate notes FRN)** - prvýkrát boli emitované v 70. rokoch na trhu euroobligácií, neskôr aj na iných národných kap. trhoch. Pohyblivá ÚS sa pri FRN uplatňuje nielen kvôli inflácii, ale aj v závislosti od úspešnosti zisku emitenta. V podmienkach emisie týchto obligácií sa nestanovuje presná úroková sadzba, ale len spôsob a podmienky, ktoré budú určovať zmenu úroku z obdobia na obdobie. Zmena veľkosti úroku sa musí viazať len na takú veličinu, ktorá je objektívna a jej výpočet nesmie závisieť od vplyvu emitenta. Takouto veličinou je napr. diskontná sadzba, miera inflácie, zmeny devízových kurzov a pod. Na medzinárodných fin. trhoch najznámejšou sadzbou, na ktorú sa viaže pohyblivý úrok medzinárodne

obchodovateľných obligácií, je LIBOR - ide o sadzbu pre obchody medzi veľkými medzinárodnými bankami na londýnskom eurodolárovom trhu. FRN majú rad výhod - napr. možnosť podieľať sa na vzostupe hladiny ÚS, nižšie kurzové riziko, nižší pohyb kurzu oproti klasickým obligáciám. Nevýhodou na druhej strane je pokles výnosu oproti pevne úročeným obligáciám v prípade klesajúcej úrovne trhových ÚS. Na zahraničných trhoch existujú rôzne varianty FRN, napr.:

- minimax FRN - vymedzuje dolnú a hornú hranicu kolísania pohyblivých ÚS
 - FRN obmedzujúce iba najnižšiu dolnú ÚS (floor) alebo najvyššiu dohodnutú ÚS (cap)
 - FRN s automatickou premenou na obligácie s pevným výnosom z kupónu (droplock FRN) - sú to obligácie s pohyblivým úročením, ktoré môžu byť v prípade poklesu ÚS pod stanovenú úroveň premenené na pevne úročené obligácie
 - FRN s možnosťou premeny na obligácie s kratšou dobou splatnosti (flip-flop FRN) - majiteľ tohto druhu obligácií má právo po niekoľkých rokoch vymeniť obligáciu za inú, ktorá má kratšiu dobu splatnosti
 - FRN s inverzným pohybom ÚS - ak napr. LIBOR stúpa, splatný úrok klesá a naopak
 - FRN, pri ktorých je ÚS upravovaná každý mesiac (spravidla podľa trojmesačného priemeru)
 - FRN s povinnou amortizáciou - sú priebežne umorované, spolu s výplatom úroku je splácaná i časť vypožičaného kapitálu
 - FRN s odkladom vyplácania úroku - úrok sa vypláca až po určitom čase, ale vo vyšších čiastkach
 - FRN s poistkou proti poklesu ÚS
 - stúpajúco a klesajúco úročené FRN - pri stúpajúco úročených FRN sa ÚS postupne zvyšuje v dohodnutej výške a termínoch. Cieľom je zainteresovať veriteľa na poskytnutí a držbe pôžičky s dlhšou dobou splatnosti. Pri klesajúco úročených FRN má emitent snahu získať potrebný kapitál rýchle, preto motivuje investorov vyšším počiatočným úrokom, ktorý sa postupne znižuje s dobou trvania pôžičky.
 - indexované FRN - zachovávajú si podstatné prvky klasických obligácií, uplatňuje sa však pri nich zásada indexácie, t.j. chráni majiteľa pred infláciou. Emitent sa napr. zaviazal zvýšiť NH podľa miery inflácie. Tým sa zvyšuje aj výnos z obligácie. Pri tomto druhu obligácií je potrebné definovať tzv. referenčnú hodnotu, na ktorú bude indexácia viazaná, napr. výška úroku a splátok bude závisieť od pohybov menových kurzov, úrokovej miery alebo od indexov CP, indexoch miezd, indexoch veľkoobchodných cien a pod.
 - FRN s indexovanými splátkami, označované aj ako "býčie" alebo "medvedie" obligácie (bull and bear bonds). Umorovací kurz tohto zvláštného druhu obligácií závisí na vývoji akciových indexov. Obligácie s indexovanými splátkami sú emitované v 2 tranšiach. Jedna tranša je určená pre investorov, ktorí očakávajú vzostup bázičného akciového indexu (bull tranša) a druhá tranša pre investorov, ktorí majú opačné očakávania, špekulujú na pokles akciových kurzov (bear tranša). Vzostup umorovacej hodnoty pre majiteľa jednej tranše vedie k poklesu umorovacej hodnoty pre majiteľa druhej tranše. Obligácie s indexovanými splátkami umožňujú investorom špekulovať na pohyb akciových kurzov prostredníctvom obligácií, čo im umožní zaistiť si svoje portfólio, uzatvorením opačnej pozície.
 - komoditne zaistené FRN - majú svoju NH viazanú na trhovú cenu medzinárodne obchodovanej komodity, napr. zlata, striebra, ropy, u ktorých možno predpokladať citlivosť na infláciu
 - príjmové obligácie (income bonds) - vyplácajú kupón iba v prípade, že zisk emitenta je dostačujúci. Držitelia týchto obligácií na rozdiel od držiteľov iných obligácií, nemôžu podať na emitenta návrh na konkurz v prípade, že kupón nebude vyplatený.
 - obligácie s vynechaným kupónom - nevyplácajú kupón v prípade, že emitujúca spoločnosť nevypláca dividendy
- HYBRIDNÉ OBLIGÁCIE - kombinujú pevnú a pohyblivú úrokovú mieru, príp. dopĺňajú pevnú alebo pohyblivú úrokovú mieru dodatočnými prémiami alebo podielom na zisku. Vyplatenie prémie môže

byť viazané na iné vopred stanovené podmienky, napr. pri pevne úročených obligáciách sa emitent môže zaviazat' k prémii, ak sa zvýši ÚS na kap. trhu. Jednou z foriem hybridných obligácií sú **resetovacie obligácie**, ktoré spočiatku investorovi sľubujú pevnú kupónovú sadzbu, ale neskôr je prisl'úbená zmena ÚS tak, aby spôsobila zvýšenie ceny obligácie na určitú požadovanú úroveň. Tento druh obligácií emitujú hlavne tie spoločnosti, ktorých úverová schopnosť je zhoršená iba prechodne a dúfajú, že sa ich úverová kvalita čoskoro zvýši a tým sa znížia ich náklady na dlh.

- ❑ **OBLIGÁCIE S ČIASTOČNÝM ÚPISOM - SPLÁTKOVÉ OBLIGÁCIE** (partly paid bonds) - od klasických obligácií sa odlišujú tým, že v čase emisie kupujúci nemusí zaplatiť naraz celú NH, ale môže ju uhradzovať postupne v splátkach. Nárok na úrok vzniká tiež postupne, vždy zaplatením príslušnej splátky. Plnú výšku úroku dosiahne majiteľ obligácie až po zaplatení celej NH.
- ❑ **NATURÁLNE OBLIGÁCIE** - zvláštny druh obligácií, ktoré oprávňujú majiteľa na prednostný nákup nedostatkového tovaru alebo služieb
- ❑ **OBLIGÁCIE S VÝBEROM PLATBY** (pay-in-kind PIK) - majú pravidelné úrokové platby, ale v prvých rokoch života obligácie si emitent môže vybrať, či vyplatí úrok v hotovosti alebo v ďalších obligáciách s rovnakou NH. Tento druh obligácií je výhodný v prípade, keď prídu na spoločnosť ťažké časy a ceny obligácií klesnú. Môže vydať obligácie s nízkou hodnotou namiesto tvrdých peňazí.
- ❑ **PRAŠIVÉ, PODRADNÉ OBLIGÁCIE** (junk bonds) - obligácie nízkej kvality s vysokým výnosom

Spoločnosti môžu vydávať aj ďalšie druhy obligácií, napr.

- **KONVERTIBILNÉ OBLIGÁCIE** - obsahujú právo výmeny na novú emisiu obligácií alebo výmenu za akcie po uplynutí určitého času. Sú to pevne úročiteľné CP, ktoré stelesňujú rovnako ako každá iná obligácia právo na výnos z kupónov a splatenie HN, navyše obsahujú aj právo na výmenu za akcie. Výška ÚS konvertibilných obligácií býva spravidla až o 1/3 nižšia ako u klasických obligácií. Pre emitentov to býva hlavný motív emisie týchto obligácií. Pre investora je nižší výnos kompenzovaný možnosťou dosiahnutia zisku v prípade priaznivého vývoja kurzu akcií. Konvertibilné obligácie sú častokrát emitované v situácii, keď sú akcie spoločnosti na trhu podhodnotené a teda možnosť kompenzácie je reálna. Vznikli vo Veľkej Británii. V súčasnosti sú rozšíreným fin. nástrojom kap. trhu hlavne v anglosaských krajinách a v Japonsku. Podľa slov. právnej úpravy ich môžu vydávať a.s. až do polovice ZI.
- **OBLIGÁCIE S WARRANTMI (OPČNÝMI LISTAMI)** - poskytujú investorovi právo na kúpu ďalších obligácií tej istej alebo novej emisie, príp. na kúpu akcií. Právo na ďalší nákup (warrant) je samostatne obchodovateľné. Na rozdiel od konvertibilných obligácií sa pri získavaní akcií neberú obligácie s warrantmi ako platobný ekvivalent. Ak vlastník obligácií s warrantmi uplatní svoj nárok kúpiť akcie, stáva sa vlastníkom aj veriteľom súčasne, poberá dividendy aj úroky, kým vlastník konvertibilných obligácií mení cudzí kapitál na vlastný a z veriteľa, ktorý mal pred výmenou právo na pevne stanovený úrokový výnos, sa stáva spoločník, ktorý má po výmene nárok iba na dividendu.

Warrant (opčný list) je CP, ktorý oprávňuje jeho majiteľa na kúpu určitého podkladového fin. nástroja za vopred stanovenú cenu v priebehu určitého obdobia. Podobne ako opcie sú vhodným fin. nástrojom pre špekulantov. Prostredníctvom warrantov si môžu vytvoriť určitú akciovú pozíciu s použitím menšieho množstva peňažného kapitálu. Okrem toho umožňujú dosiahnuť leverage efekt - vzťah medzi percentuálnou zmenou trhovej ceny warrantu a percentuálnou zmenou trhovej ceny akcie. Tento efekt vyjadruje, koľkokrát je väčšia zmena trhovej ceny warrantu než zmena trhovej ceny akcie.

OCEŇOVANIE OBLIGÁCIÍ

Pri oceňovaní obligácií je potrebné rozlišovať:

1. *nominálnu hodnotu* – výška dlhu (napr. 1000 Sk), ktorý sa emitent zaväzuje splatiť v stanovenej lehote. Býva vyznačená na obligácii.
2. *emisný kurz* – hovoríme o ňom, ak je cena na primárnom trhu nižšia o disážio ako NH alebo vyššia o ážio ako NH. Môže byť stanovený určitou sumou peňazí (napr. 1 kus obligácie s NH 1000 Sk sa predáva za 1150 Sk) alebo percentom z NH (napr. 115 % z NH).
3. *trhovú cenu (kurz)* – stanovuje sa na sekundárnom kapitálovom trhu na základe ponuky a dopytu. K najdôležitejším faktorom vplyvujúcim na vzťah ponuky a dopytu patria: blízkosť výplaty výnosu z kupónu, blízkosť výplaty splátok NH, výška úrokovej sadzby z kupónu, úrokové sadzby na kap. trhu, miera inflácie a pod.

Základom trhovej ceny obligácie je jej **vnútorná hodnota (teoretická trhovú cenu)**, ktorá predstavuje súčasnú hodnotu všetkých výnosov plynúcich z obligácie – výnosov z kupónu, prémie, výhier, splátok NH a pod. Ďalej sa zameriame na stanovenie teoretickej trhovej ceny základných druhov obligácií.

- a) **OCEŇOVANIE OBLIGÁCIÍ S NULOVÝM KUPÓNOM** – obligácie s nulovým kupónom sú emitované s diskontom pod NH. NH je v čase zrelosti obligácie vyplatená celá. Cenu tejto obligácie vypočítame podľa vzorca:

$$P = NH / (1 + r)^n$$

r – diskontný faktor (očakávaný výnos investora)
 n – počet rokov doby splatnosti

T. z., že cena obligácie s nulovým kupónom je súčasnou hodnotou NH diskontovanej zvoleným diskontom za obdobie doby splatnosti.

- b) **OCEŇOVANIE PERPETUITY** – perpetuita je druh dlhopisu, v ktorom sa emitent zaväzuje vyplácať výnosy nekonečne dlhé obdobie bez splatnosti NH. Cenu perpetuity vypočítame:

$$P = C / r$$

C – ročný fixný výnos
 g – miera rastu v %

príp. ak C bude rovnomerne rásť $P = C / (r - g)$

- c) **OCEŇOVANIE KLASICKEJ OBLIGÁCIE S ROVNAKÝM VÝNOSOM Z KUPÓNU A SPLATNOSŤOU NH V POSLEDNOM ROKU ŽIVOTNOSTI OBLIGÁCIE** – výnosy z kupónov tohto druhu obligácie sa vyplácajú najčastejšie v ročných intervaloch. Cenu obligácie s takouto ročnou výplatou výnosu vypočítame:

$$P = \sum_{t=1}^n [C_t / (1 + r)^t] + NH / (1 + r)^n = C * [1/r - 1/r * (1 + r)^n] + NH / (1 + r)^n$$

Výška diskontu (r) spravidla odráža dĺžku splatnosti obligácie, očakávanú infláciu, kvalitu obligácie, ktorá ovplyvňuje výšku prirážky za riziko, ako aj všeobecnú úroveň úrokových sadzieb na kap. trhoch. Diskontom môžu byť rôzne očakávané miery výnosov investora, napr.:

- **bezriziková úroková sadzba kap. trhu** – je vhodná pre investora, ktorý sa uspokojí s výnosom porovnateľným s výnosom z vkladu v dobrej banke
- **výnos z kupónu staršej emisie obligácií toho istého emitenta** – môže sa použiť napr. pri rozhodovaní medzi kúpou obligácií starej alebo novej emisie toho istého emitenta
- **výnos z kupónu obligácií emitovaných porovnateľným konkurentom** – vhodný napr. pri rozhodovaní medzi kúpou obligácií dvoch porovnateľných emitentov
- **očakávaný výnos z investície, na ktorú sa výťažok emisie obligácií použije** – tento diskont je vhodné použiť aj pri výpočte ČSH dlhu z emisie obligácií, ktorá zaujíma emitenta
- **očakávaný výnos vypočítaný podľa modelu CAPM**

- **očakávaný výnos vypočítaný podľa modelu WACC** (the Weighted Average Cost of Capital) – možno ho použiť na diskontovanie výnosov z investície do obligácií v prípade, že sa nezmení podnikateľské riziko spoločnosti. Očakávaný výnos podľa tohto modelu vypočítame:

$$r_{WACC} = [S / (S + B)] * r_S + [B / (S + B)] * [r_B * (1 - DS)]$$

S – podiel vlastného kapitálu na celkovom kapitáli

B – podiel cudzieho kapitálu na celkovom kapitáli

r_S – náklady vlastného kapitálu

$r_B * (1 - DS)$ – náklady na dlh po zdanení

- **očakávaný výnos vypočítaný podľa vzťahu:**

r = bezriziková reálna ÚS + očakávaná miera inflácie + prémie za likviditu + prémie za riziko

MERANIE VÝNOSOV OBLIGÁCIÍ

Výnos obligácie – každá peňažná čiastka, ktorá sa na základe vlastníctva obligácie získa, t.j. úrok, prémie a iné odmeny, ale aj splátky NH a tržby z prípadného predaja obligácie.

Spôsoby stanovenia výnosov z obligácií:

1. **čistý výnos** = výnosy z obligácie – investície do obligácie
2. **percentuálny výnos** = pomer medzi výnosom z kupónu obligácie (C) a NH obligácie, t.j. $[C / NH] * 100$
3. **bežný výnos** = pomer medzi výnosom z kupónu a tržbovou cenou obligácie (P), t.j. $[C / P] * 100$

Bežný výnos môže byť vyšší alebo nižší ako percentuálny výnos v závislosti od ceny obligácie. Bežný výnos má väčší význam pre investorov špekulačného typu než pre dlhodobých investorov. Investori špekulačného typu pravidelne a denne sledujú vývoj bežného výnosu, zisťujú, či sú obligácie nadhodnotené či podhodnotené, a na základe toho sa rozhodujú o predaji či kúpe obligácie.

4. **celkový výnos** = $(C + P_{t+1} - P_t) / P_t$
5. **jednoduchý výnos do doby splatnosti** - pokúša sa napraviť nedostatok bežného výnosu započítaním kapitálových ziskov a strát, t.j. $[C / P + (NH - P) / (T * P)] * 100$, kde T – počet rokov do splatnosti
6. **výnos do doby splatnosti** – najčastejší spôsob merania výnosov z obligácií u dlhodobých investorov, ktorí si želajú obligáciu ponechať až do doby splatnosti. Pre nich nie sú zaujímavé zmeny trhovej ceny obligácie, za ktorú ju možno predáť. Zmeny týchto cien nemajú teda vplyv ani na výpočet výnosu obligácie do doby splatnosti. Výnos do doby splatnosti zohľadňuje rozloženie a veľkosť úrokových platieb, dobu splatnosti a kapitálové zisky či stratu po celý zvyšok životnosti obligácie.
 - a) výnos do doby splatnosti obligácie s nulovým kupónom = $\sqrt[n]{NH / P} - 1$
 - b) výnos do doby splatnosti perpetuity = C / P
 - c) výnos do doby splatnosti klasickej obligácie s rovnakým kupónom a splatnosťou NH v poslednom roku životnosti obligácie = $[C + (NH - P) / \text{počet rokov do splatnosti}] / [(NH + P) / 2] =$
 = priem. ročný príjem z obligácie / priem. množstvo peň. prostriedkov investovaných do obligácie
7. **výnos po dobu držania** – používa sa na meranie výnosnosti obligácie v prípade, keď investor drží obligáciu iba určitú dobu a potom ju predá inému investorovi skôr, než je obligácia splatná, t.j. výnos

po dobu držania obligácie je diskont, ktorý vyrovnáva trhovú cenu obligácie so všetkými čistými hotovostnými príjmami v období medzi nákupom obligácie a jej predajom.

RIZIKÁ SPOJENÉ S INVESTOVANÍM DO OBLIGÁCIÍ

- riziká, ktoré ovplyvňujú všetky obligácie*, napr. trhové riziko, inflačné riziko (investori sa ho snažia kompenzovať požadovaním vyšších výnosov alebo investovaním do indexovaných obligácií) či politické riziko (spojené s možnosťou zmien zákonov a regulácií)
- riziká, ktoré sa vzťahujú na medzinárodných investorov*, napr. menové riziko, ktoré môže viesť k stratám z nepriaznivých zmien hodnôt cudzích mien
- riziká spojené s druhom podnikania a finančné riziká* – nevylučujú možnosť insolventnosti dlžníka, ktorý nebude schopný splatiť všetko alebo určitú časť istiny alebo úroku, ku ktorým sa zaviazal.

K hlavným trhovým rizikám, hlavne obligácií s pevne stanoveným výnosom z kupónu, patrí úrokové riziko. V prípade rastu trhových ÚS klesajú ceny obligácií a ich kapitálové výnosy, a naopak. Úrokové riziko býva posudzované rôznymi spôsobmi, najčastejšie používaný spôsob je však durácia.

Durácia predstavuje priemernú dobu, za ktorú získame príjmy z obligácie. Je definovaná ako vážený priemer splatnosti obligácie, kde váhy predstavujú súčasné hodnoty príjmov v jednotlivých rokoch.

$D = \frac{\text{súčet súčasných hodnôt každého cash flow z obligácie (t.j. výnos z kupónu a NH), ktoré sa vážia dobou ich výplatu}}{\text{cena obligácie (t.j. súčasná hodnota všetkých príjmov, ktoré prináša)}} - P$

Na duráciu majú vplyv hlavne 3 faktory:

- doba splatnosti – s duráciou je v pozitívnom vzťahu. Durácia sa zvyšuje s predlžovaním doby splatnosti, ale hraničné prírastky durácie sú klesajúce, pretože s predlžovaním doby splatnosti má vzdialenejšia umorovacia hodnota stále menší podiel v celkovej súčasnej hodnote obligácie a ročné výnosy z kupónov tvoria významnejší podiel.
- trhová úroková sadzba – je s duráciou v inverznom vzťahu. Čím vyššia je trhovú ÚS, tým menšia je hodnota durácie obligácie, pretože vyššia ÚS spôsobuje pokles súčasnej hodnoty výnosov. Trhové ÚS majú na duráciu väčší vplyv, keď klesajú než keď rastú.
- výška sadzby výnosu z kupónu – vedie k poklesu durácie, pretože vysoké výnosy z kupónov vytvárajú vysoké cash flow pred dobou splatnosti obligácie. Naopak, nízky výnos z kupónov spôsobuje rast durácie, pretože nízke výnosy z kupónov vytvárajú nižšie príjmy pred dobou splatnosti.

HYPOTEKÁRNE ZÁLOŽNÉ LISTY (HZL)

Sú špecifickou formou dlhopisov, ktorých krytie je zabezpečené záložným právom na nehnuteľnostiach. Sú jedným z druhov hypotekárneho úveru.

Hypotekárny úver definuje zákon o bankách ako „dlhodobý úver s lehotou splatnosti najmenej 5 rokov zabezpečený záložným právom k tuzemskej nehnuteľnosti, ktorý poskytuje banka PO a FO na nákup, výstavbu, rekonštrukciu a údržbu tuzemských nehnuteľností a ktorý je financovaný prostredníctvom vydávania a predaja hypotekárnych záložných listov“.

Na zaistenie hypotekárneho úveru sa používajú spravidla pozemky, lesy, poľnohospodárske a obytné budovy, bežným predmetom hypotekárneho úveru sa stávajú aj nehnuteľnosti, ktoré budú pomocou úveru dobudované – tzv. stavebné hypotekárne úvery. Používanie priemyselných a obchodných objektov ako záruky hypotekárnych úverov nie je vhodné, pretože ich hodnota je daná predovšetkým ich obchodným využívaním, bez neho ju strácajú. Rovnako nie je vhodné používať na zaistenie neexistujúcu stavbu, pretože hypotekárny úver musí byť dostatočne poistený už v momente jeho poskytnutia.

Záložné právo na zabezpečenie pohľadávok z hypotekárnych úverov, ktorým je krytá NH HZL vrátane výnosov z nich, má prednosť pred inými záložnými právami pri uspokojovaní nárokov FO a PO zo záložných práv. Na vznik záložného práva na nehnuteľnosť nestačí iba zmluva medzi veriteľom a dlžníkom, ale je potrebný aj zápis do katastra nehnuteľností.

Hypotekárny úver sa zvyčajne povoľuje iba do istej výšky tzv. pravej ceny (odvodenej ceny nehnuteľnosti a výnosovej ceny) – polovice alebo iného podielu. (V SR nesmie presiahnuť 60 % hodnoty založenej nehnuteľnosti, v ČR 70 %.) Tento podiel tvorí tzv. pupilárnu alebo sirotskú istotu, na ktorú banka poskytuje požadovaný úver. Preto hypotekárny úver patrí k prvotriedne krytým úverom a k najstarším formám investovania.

Hypotekárna banka sa stáva v procese poskytovania hypotekárnych úverov formou HZL špecifické postavenie, ktoré vyplýva z jej dvojúlohy sprostredkovateľa. V procese poskytovania hypotekárneho úveru je v pozícii veriteľa voči dlžníkovi – príjemcovi úveru, a pri získavaní refinančných zdrojov prostredníctvom emisie HZL je v pozícii dlžníka voči investorovi – majiteľovi HZL.

Pri HZL prevládajú pevne stanovené úroky, ktoré sú spravidla nižšie ako pri iných formách dlhopisov v dôsledku dobrého zaistenia pôžičky. V posledných rokoch dochádza k prispôbovaniu novým ekonomickým podmienkam aj na trhu HZL a tak sa tu možno stretnúť aj s pohyblivými či indexovými úrokovými sadzbami.

Doba splatnosti HZL sa pohybuje v intervale 20 – 30 rokov. Táto dlhodobosť sa vzťahuje najmä na hypotéky na zabezpečenie bývania. V iných prípadoch je doba trvania pôžičky kratšia, pohybuje sa v priemere medzi 15 až 25 rokov.

Prevládajúcim spôsobom splácania hypotekárnych úverov a úrokov z nich je splácanie formou anuit. Pri anuitnom splácaní sa na platenie úroku a na umorovanie pôžičky každoročne venuje rovnaký peňažný obnos. Hypotekárna banka z prijatých úrokov od dlžníka vypláca úroky nadobúdateľom HZL, a to splátok spláca CP, a to spravidla zlosovaním podľa vopred stanoveného umorovacieho plánu.

POZEMKOVÉ DLŽOBNÉ ÚPISY (PZÚ)

PZÚ sú spojené s pozemkovým dlhom a viazané na vlastníctvo pozemkov, ktoré sú ich vydaním zaťažené. Na rozdiel od hypotéky však nepredpokladajú osobnú pohľadávku veriteľa. Abstraktnosť pozemkového dlhu spočíva v tom, že nie je viazaný na úverový vzťah medzi dlžníkom a konkrétnou bankou. Môže byť zriadený bez toho, aby vlastník pozemku žiadal banku o pôžičku.

Vlastník pozemku požiada pozemkovú knihu o založení pozemkového dlhu. Na základe zaknihovaného pozemkového dlhu sa vydá vlastníčkovi listina o zriadení pozemkového dlhu v prospech anonymného veriteľa. Na žiadosť vlastníka môže byť v rámci pozemkového dlhu vydaných niekoľko takých listín. Pri žiadosti o úver vlastník listinu odovzdá banke. Po splatení pôžičky banka vráti listinu spolu s potvrdením o zaplatení dlhu.

PDÚ majú niekoľko zaujímavých výhod. Môže zaistiť akúkoľvek pohľadávku, lebo nie je viazaný na konkrétneho veriteľa, môže byť vydaný bez toho, aby bol viazaný na vznik záväzku, nezávislosť od konkrétneho veriteľa umožňuje opakovane ho využívať, možno ho použiť na zaistenie viacerých pohľadávok jedného i niekoľkých veriteľov, opakovaným používaním listín odpadá potreba uskutočňovať záznamy v pozemkových knihách.

VKLADOVÉ LISTY

Vkladové listy sú CP, ktoré emitujú banky a sporiteľne ako potvrdenie o dlhodobom vklade. Sú určené predovšetkým drobným vkladateľom, preto majú nízku NH. Banky ich emitujú s rôznymi podmienkami – na pevný alebo pohyblivý úrok, vzostupný úrok v závislosti od dĺžky vkladu, neúročené vkladové listy (úrok sa vypláti naraz v lehote splatnosti). Môžu mať relatívne dlhú dobu splatnosti (nad 10 rokov) a v takom prípade ich možno uviesť a predávať aj na burze CP.

AKCIE

Akcie sú na kap. trhoch najrozšírenejším druhom CP, pretože akciová spoločnosť je v súčasnom období najrozšírenejšou formou podnikania z hľadiska podielu na objeme produkcie a tvorbe HDP. Akcie sú vo vyspelých krajinách jedným z najvýznamnejších zdrojov získavania peňažného kapitálu na financovanie rozvojových potrieb a.s. a súčasne sú aj jednou z možností investovania voľných peňažných prostriedkov.

a) výhody akcií pre spoločnosť ako emitenta:

- spoločnosť nemusí v zlých rokoch vyplácať dividendy
- výška dividend sa prispôbuje ekonomickému vývoju spoločnosti, nevyžaduje pravidelné platenie úrokov, teda pravidelnú záťaž likvidity
- akcie nie sú vypovedateľné, peňažný kapitál získaný emisiou akcií je k dispozícii bez časového obmedzenia, investor ich môže iba predať na sekundárnom trhu
- je s nimi spojená možnosť rozmnožiť vlastné imanie (tvorbou kapitálových fondov), za ktoré sa neplatí úrok
- prírastok vlastného imania zlepšuje súvahu a tým aj úveryšchopnosť spoločnosti

b) nevýhody akcií pre spoločnosť ako emitenta:

- v dobrých rokoch musí byť vyplatená dividendy (platí to pre vyspelé trhové ekonomiky)
- dividendu je potrebné vyplácať zo zdaneného zisku
- investori majú právo spolurozhodovať, vzniká možnosť posunu vo väčšinových hlasovacích pomeroch
- môžu ich emitovať iba a.s.

c) výhody akcií pre spoločnosť ako investora:

- určitá ochrana pred infláciou
- vysoké dividendy v dobrých rokoch
- možnosť vysokých kapitálových ziskov

d) nevýhody akcií pre spoločnosť ako investora:

- žiadny dividendový výnos v zlých rokoch
- možnosť vysokého kurzového rizika, možnosť vysokých kapitálových strát
- znášanie rizika podnikania až do výšky investovaného vkladu do spoločnosti

Akcia má veľa prívlastkov – je významným prostriedkom financovania investícií, je formou fin. investovania, nástrojom širokých vrstiev obyvateľstva, prostredníctvom ktorého sa podieľajú na výrobnom kapitáli, je prostriedkom na zabezpečenie hospodárskej budúcnosti atď. Najstaršie akcie s datujú od r. 1188.

Akcia je CP, ktorý svojmu majiteľovi zaručuje určitý podiel na celkovom majetku a.s. Táto skutočnosť spôsobuje, že investícia do tohto druhu CP sa nezhodnocuje ani v inflačnom období. Zvyšovanie cien zvyšuje i cenu majetku a.s., na čom alikvotne participuje každá akcia.

Právny rámec pre a.s. a akcie v SR upravuje zákon o CP a Obchodný zákonník. Akcia (podľa OZ) je CP, s ktorým sú spojené práva akcionára ako spoločníka podieľať sa podľa zákona a stanov spoločnosti na jej riadení, jej zisku a na likvidačnom zostatku pri zániku spoločnosti. Akcionár nemá právo na splatenie NH ako je tomu v prípade dlhových CP.

PRÁVA SPOJENÉ S AKCIOU:

1. **účasť na riadení a.s.** – akcionár sa zúčastňuje na riadení a.s. prostredníctvom VZ, ktoré kontroluje ostatné orgány spoločnosti. Má právo na VZ zúčastniť sa, hlasovať na ňom, požadovať vysvetlenia, uplatňovať návrhy, voliť orgány a.s. a byť volený do orgánov a.s. Kontrolné právo môže akcionár uplatňovať priamo na VZ tým, že môže požadovať vysvetlenia o činnosti spoločnosti a podávať návrhy rozhodnutí, alebo nepriamo prostredníctvom dozornej rady.

Významným kontrolným a ochranným prostriedkom akcionárov vyplývajúcim z OZ je možnosť majiteľov, ktorí majú aspoň 10 % ZI, požiadať predstavenstvo o zvolanie VZ na prerokovanie navrhovaných záležitostí. Súčasne obmedzením možnosti jeho využitia na 10% zabraňuje jeho zneužitiu.

Vo svete sa v súvislosti s hlasovacím právom môžeme stretnúť s rôznymi možnosťami. V USA niektoré a.s. vydávajú akcie, ktoré majú viac hlasov. Ide spravidla o rodinné spoločnosti, alebo o akcie zakladateľov spoločnosti. Nazývame ich kvalifikované akcie. Existuje tzv. zlatá akcia, ktorá dáva svojmu vlastníkovi (štátu) právo veta pri hlasovaní akcionárov na VZ, t.z. právo fakticky ovládať celú a.s. Vo vyspelých trhových ekonomikách si štát ponecháva zlatú akciu v tých spoločnostiach, ktorých činnosť má vplyv na väčšinu obyvateľstva, napr. energetika, plyn atď.

2. **podiel na zisku (dividenda)** – o tom, aká časť zisku sa rozdelí medzi spoločníkov ako dividendy, rozhoduje VZ akcionárov na návrh predstavenstva. Pravidlá rozdeľovania zisku určujú stanovy, pričom dividenda na rôzne druhy akcií je rôzna. V prípade, ak by rozdelenie zisku na dividendy neriešili stanovy, určuje sa tento podiel pre jednotlivého akcionára pomerom NH jeho akcií k NH všetkých akcionárov. VZ rozhoduje aj o výške tantiém, t.j. podieloch na zisku určenom na rozdelenie pre členov predstavenstva a dozornej rady.
3. **podiel na likvidačnom zostatku a.s.** – majiteľ akcií má právo po uspokojení všetkých veriteľov a po uhradení nákladov spojených s likvidáciou na podiel na likvidačnom zostatku, ktorý sa rozdelí (ak stanovy neurčia inak) v pomere zodpovedajúcom nominálnej hodnote jeho akcií. Súčasne však akcionári ručia za záväzky spoločnosti po jej zániku až do výšky svojho podielu na likvidačnom zostatku.
4. **predkupné právo na nové akcie** - vlastník má právo na prednostné upisovanie novovydaných akcií v súvislosti so zvyšovaním ZI (pokiaľ toto právo nie je popreté v stanovách a.s.), ktorého cieľom je zachovať pôvodný podiel akcionára na majetku a.s.
5. **informačné právo** – a.s. majú povinnosť zverejňovať údaje z účtovných závierok overených audítorom svojim akcionárom.

POVINNOSTI SPOJENÉ S AKCIOU:

1. **povinnosť platiť v stanovenej lehote celú NH** – po zápise a.s. do OR vystaví spoločnosť upisovateľovi predbežný list. Je to CP na meno, ktorý nahrádza akciu do vtedy, kým akcionár nezaplatí celú upísanú NH akcie. Sú s nim spojené práva vyplývajúce z akcie. V prípade, ak by upisovateľ porušil povinnosť splatiť v stanovenej lehote celú upísanú hodnotu akcie, vznikne mu

povinnosť zaplatiť úrok z omeškania vo výške 20% ročne a vznikne oprávnenie predstavenstva rozhodnúť o vrátení predbežného listu alebo vyhlásiť predbežný list za neplatný, čím upisovateľ stráca svoje práva.

2. *povinnosť ručiť za záväzky a.s. až do výšky svojho podielu na ZI*

DRUHY AKCIÍ

a) z hľadiska práv a povinností majiteľa akcie:

- **kmeňové akcie** – sú základným druhom akcií, s ktorými sú spojené všetky práva a povinnosti akcionára. Ich majitelia sú nositeľmi všetkých rizík spojených s podnikaním a.s., a to tak v oblasti dividend ako aj v oblasti majetku. Pri účasti na zisku (ako aj pri podiele na likvidačnom zostatku) prichádzajú na rad až po majiteľoch prioritných akcií.
- **prioritné akcie** – spájajú sa s nimi rôzne zvýhodnenia. Tieto priority sa však môžu týkať zásadne majetkových oprávnení – dividendy, jej výšky, prednostného vyplácania zameškaných dividend, likvidačného zostatku, a pod. Majitelia týchto akcií spravidla nemajú hlasovacie právo, ani predkupné právo. Veľkosť ich emisie je obmedzená zákonom (v SR maximálne 50% ZI). Prioritné akcie majú prednostné právo pri vyplácaní dividend. Majú teda zaručené dividendy aj v prípade, ak spoločnosť má nízky zisk a bez ohľadu na to, že majitelia kmeňových akcií nedostanú žiadne dividendy. Dividendový nárok nezaniká ani v prípade, ak a.s. nedosiahla zisk. Vtedy majú prioritné akcie tzv. kumulatívny charakter, t.j. všetky dividendy sa potom vyplatia v čase, keď sú zisky dostatočne vysoké. Majú väčšinou zaručenú maximálnu výšku dividendy.

b) podľa formy (prevoditeľnosti):

- **akcie na doručiteľa** – prevod práv sa uskutočňuje iba odovzdaním, čo veľmi zjednodušuje prevod akcií. Nový ani bývalý vlastník akcie nie je povinný takýto prevod hlásiť a.s. Spoločnosť nemá prehľad o identite svojich akcií, nemôže kontrolovať ich pohyb.
- **akcie na meno** – ich prevod sa uskutočňuje rubopisom zaznamenaným na akcii alebo na prívesku (liste spojenom s akciou) a odovzdaním akcie. Stanovy môžu prevoditeľnosť akcií obmedziť (ich prevod viazať na súhlas predstavenstva či dozornej rady – vinkulované akcie na meno s obmedzenou prevoditeľnosťou), ale nie celkom vylúčiť. A.s. vedie zoznam akcionárov, kde sa zapisuje aj prevod akcií.

Osobitnou formou akcií na meno sú zamestnanecké akcie, s ktorými sú spojené určité výhody – napr. odlišný režim splácania upísanej NH, resp. časť NH nemusí byť splatená, zvýhodnenie v oblasti výplaty dividend, likvidačného zostatku a pod. Môžu sa prevádzať iba medzi zamestnancami a.s. a zamestnancami spoločnosti, ktorí odišli do dôchodku. OZ neobmedzuje podiel zamestnaneckých akcií na ZI a.s., obmedzuje iba celkovú hodnotu nesplatených častí zamestnaneckých akcií (5% ZI). Špeciálnou formou zamestnaneckých akcií sú manažérske akcie.

Výhody zamestnaneckých akcií:

- odpadajú náklady na monitorovanie pracovnej činnosti zamestnanca, pracovník vedomý si spoluvlastníctva je zainteresovaný na prosperite firmy
- obmedzuje sa fluktuácia pracovných síl
- nevytvára sa informačná bariéra medzi zamestnancami a zamestnávateľom
- zabránenie možnostiam rôznych špekulácií, fúzií a vonkajšieho tlaku zo strany investorov
- psychologické aspekty

Nevýhody:

- problémy pri navyšovaní ZI, ťažkosti pri získavaní kapitálu na trhu
- riziko nesú aj samotní zamestnanci
- vlastníci uplatňujú pri rozhodovaní často krátkodobý horizont
- nezhody v rámci kolektívneho vyjednávania

c) podľa podoby:

- **dematerializované, zaknihované** – neexistujú v reálnej podobe, ale sú vedené vo forme účtovných zápisov v pamäti počítača. V SR ich evidenciu vedie SCP na účtoch majiteľov akcií a v registri emitentov. Takúto podobu musia mať všetky verejne obchodovateľné akcie.
- **listinné** – akcia sa skladá z plášt'a akcie a z kupónového hárka s talónom. Plášť akcie potvrdzuje vlastnícky podiel a.s. a je hlavnou listinnou. Musí obsahovať tieto náležitosti: obchodné meno a sídlo a.s., číselné označenie akcie a jej NH, označenie, či ide akciu na doručiteľ'a alebo na meno, výšku ZI a počet akcií v období vydania akcie, dátum vydania a podpisy dvoch členov predstavenstva. Kupón je poukážka na dividendy. Akcionár spravidla dostane kupónový hárok s 10 – 30 kupónmi, ku ktorým je pripojený talón, oprávňujúci na vydanie nového kupónového hárka. Kupón je takisto CP, talón však nie.

d) podľa sídla a.s.:

- **tuzemské akcie**
- **zahraničné akcie**

e) podľa dátumu vydania akcie:

- **staré akcie** – všetky akcie, ktoré boli v obehu pred zvýšením ZI
- **nové akcie** – akcie emitované pri zvyšovaní ZI dovtedy, kým ich práva nie sú vyrovnané s právami starých akcií (napr. nové akcie často stelesňujú nárok len na určitú časť dividendy za príslušnú časť obchodného roka, v rámci ktorého boli na trhu. Hneď ako je vyplatená dividendy za rok, keď bola emisia umiestnená na trhu, práva mladých a starých akcií sú vyrovnané.).

f) podľa trhovej ceny akcie:

- **akcie s vysokým kurzom** (ťažké akcie)
- **akcie s priemerným kurzom** (stredné akcie)
- **akcie s nízkym kurzom** (ľahké akcie)

Oceňovanie akcií

Pri oceňovaní akcií sa stretávame s týmito pojmami:

- nominálna hodnota – peňažná suma uvedená na akcii, vyjadruje podiel na ZI a.s.
- účtovná hodnota akcie (bilančný kurz) – je rozdielom medzi aktívami a.s. a cudzím kapitálom, pripadajúcim na jednu akciu. Predstavuje podiel na VI. Pomer trhovej ceny a účtovej hodnoty akcie je na vyspelých kapitálových trhoch jedným z kritérií posúdenia, či sú akcie podhodnotené alebo nadhodnotené.
- likvidačná hodnota – suma, ktorá by pripadla na akciu v prípade likvidácie spoločnosti. Na vyspelých trhoch je považovaná za dolnú hranicu trhovej ceny.
- reprodukčná hodnota – rozdiel medzi reprodukčnou hodnotou aktív a reprodukčnou hodnotou záväzkov a.s., ktorý pripadá na jednu akciu. Nemala by sa príliš odlišovať od trhovej ceny z dôvodu neustáleho vyrovnávania cien trhom.
- substitučná hodnota – vyjadruje hodnotu akcie, ktorá je stanovená na základe použitia akcií substitučných spoločností.
- trhovú cenu – kurz – cena, za ktorú sa akcie obchodujú na sekundárnych kapitálových trhoch. Na výšku kurzu akcie vplyva množstvo faktorov, napr. ekonomické, politické, medzinárodné, ako aj informácie o a.s.
- vnútorná hodnota – je základom na určenie trhovej ceny.
- emisný kurz (subskripčná cena) – súvisí s vydávaním nových akcií

MODELY NA URČENIE VNÚTORNEJ HODNOTY

1. **model diskontovaných dividend** – predpokladá existenciu efektívnych kapitálových trhov, spoločnosti, ktoré vyplácajú dividendy, ktoré majú čitateľnú dividendovú politiku. Vnútna hodnota kmeňových akcií je daná súčasnou hodnotou ich budúcich výnosov (výnosom je dividend a predajná cena akcie). Rozlišujeme tri prípady, a to v závislosti od rastu dividend:

- *nulový rast* – hodnota akcie s konštantnou dividendou = div / r
- *konštantný rast* – hodnota akcie s rovnomerne rastúcou dividendou = $\text{div} / (r-g)$
- *nerovnomerný rast*

$$\text{hodnota akcie} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{div} (1+g_1)^t}{(1+r)^t} + \frac{\text{div}_{T+1} / (r-g_2)}{(1+r)^T}$$

odhad miery rastu (g) = ROE * aktivačný pomer (nerozdelený zisk / zisk)

odhad diskontného faktora (r) = $g + \text{dividendový výnos} (\text{div} / P_0)$

2. **model NPVGO** – čistej súčasnej hodnoty rastových príležitosti

- ak spoločnosť vyplatí všetky zisky akcionárom ako dividendy, tak dividend = EPS (earning per share):

$$\text{hodnota akcie} = \text{div} / r = \text{EPS} / r$$

- ak sa spoločnosť rozhodne zadržať určitú časť zisku bežného obdobia a investovať ho v ďalšom roku do rastového investičného projektu:

$$\text{hodnota akcie} = \text{EPS} / r + \text{NPVGO}$$

3. **ziskové modely** - sú založené na ukazovateli P/E – udáva, koľko peňažných jednotiek je investor ochotný zaplatiť za jednu jednotku zisku pripadajúcu na akciu

$$\text{hodnota akcie} = E_1 * (P/E)_N$$

$$P/E = (\text{div}/E) / (r-g) \rightarrow \text{dividendový výplatný pomer} / (\text{očakávaná miera výnosu} - \text{očakávaná miera rastu dividend})$$

Emisný kurz a cena predkupného práva

Pri zvyšovaní ZI vydávaním nových akcií majú doterajší akcionári spravidla predkupné právo na nákup nových akcií, t.j. prednostné právo na kúpu nových akcií v určitom pomere k starým akciám, ktoré schválili VZ. Predkupným právom sa starým akcionárom dáva možnosť udržať si svoj podiel na ZI a na hlasoch na VZ, vylučuje možnosť zneužitia novej emisie vedením a.s., je náhradou za pokles kurzu starých akcií po emisii nových a pod. Akcionári ho môžu využiť, predat' alebo nechať prepadnúť. Je bezplatné, avšak nie je darom, pretože zo začiatku sa kurz starých akcií zníži v dôsledku poklesu podielu dividendy pripadajúcej na jednu akciu.

Cena predkupného práva závisí od výšky emisného kurzu. Emisný kurz nemôže byť nižší ako NH, spravidla je rovný, alebo o niečo vyšší. Na vyspelých kapitálových trhoch nie je možné určiť emisný kurz na úrovni trhových cien sekundárneho trhu, alebo vyššie ako sú ceny starých akcií. V takomto prípade by investori dali prednosť starým, a nie novým akciám. To či je odklon emisného kurzu od trhovej ceny starých akcií veľký alebo malý, závisí od situácie na kapitálovom trhu, jeho absorpčnej schopnosti, postavenia a.s. na kapitálovom trhu, načasovania emisie.

Meranie výnosov akcií

1. **dividendový výnos** = div na konci roka / cena akcie na začiatku roka
2. **kapitálový výnos** = cena na konci roka – cena na začiatku roka / cena na začiatku roka
3. **celkový výnos** = dividendový výnos + kapitálový výnos
4. **výnos po dobu držania akcie** = $[(1+R_1) * (1+R_2) * \dots * (1+R_n)] - 1$, kde $R_1, 2, \dots, n$ je celkový výnos v jednotlivých rokoch
5. **očkávaný výnos akcie** = $\sum R_i * P_i$, kde R_i je možný výnos v i –tom období, P_i je pravdepodobnosť nastatia výnosu v i - tom období.

PODIELOVÉ LISTY

Sú zvláštnym druhom CP, ktoré vydávajú investičné spoločnosti za účelom vytváranie podielových fondov. Takto získané prostriedky používajú potom na kúpu CP alebo ukladajú na osobitné účty. S týmto CP je spojené právo jeho majiteľa (podielníka) na zodpovedajúci podiel majetku v podielovom fonde a jeho právo podieľať sa na výnose z tohto majetku podľa štatútu podielového fondu, ako aj právo na spätný predaj podielového listu (iba pri otvorených podielových fondoch). Majetok podielového fondu môžu tvoriť len peňažné prostriedky a CP obchodované na verejnom trhu, prípadne CP, pri ktorých je predpoklad, že budú na verejný trh prijaté. Podiel jednotlivého podielníka je daný pomerom NH podielového listu k NH všetkých predaných podielových listov. Výnos z majetku v podielovom fonde môže byť:

- celý ponechaný v majetku podielového fondu – tým sa zvyšuje hodnota majetku podielu podielníka – tzv. **rastový podielový fond**
- celý vyplatený podielníkom – hodnota majetku v podielovom fonde sa nemení – tzv. **dividendový podielový fond**
- z časti ponechaný v majetku podielového fondu a z časti vyplatený

PODIELY

Podiely osvedčujú členstvo a podiely na spoločnom majetku a výnose. Ide o CP, ktorých emitentom je obchodná spoločnosť, ktorá však nemá právnu formu a.s., ale napr. k.s. alebo družstva. Majiteľ podielu má okrem práva podieľať sa na zisku aj prednostné právo na novoemitované podiely, ktoré môže nakupovať za zvýhodnený kurz. V prípade zrušenia spoločnosti má nárok na podiel na majetku po splnení záväzkov spoločnosti. Má aj informačné právo a právo zúčastňovať sa na zhromaždení majiteľov podielov.

Osobitnou formou podielov v SR sú **družstevné podielnícké listy** (DPL). Sú to svojou povahou deklaratórne majetkové CP, t.j. stelesňuje sa v nich a deklaruje právo účasti na majetku a podnikaní družstva, ale aj právo na podiele na zisku a likvidačnom zostatku.

KUKSY

Sú to podiely ťažiarских spoločností. Nemajú NH, ale predstavujú pomerný podiel na ťažiarском majetku. Ťažiarstvo sa člení na istý počet kuksov a jeden kuks možno rozdeliť na 100 podielov. Evidencia sa vedie v ťažiarской knihe. S kuksami sa obchoduje len na niektorých burzách, spravidla v centrách ťažiarского podnikania.

Modely oceňovania CP

1. model CAPM (Capital Assets Pricing Model) – oceňovanie kapitálových aktív

Vychádza z lineárneho vzťahu medzi výnosnosťou individuálnych akcií a výnosnosťou súhrnu akcií na trhu. Mnoho investorov sa zameriava na určenie CP, ktoré nie sú správne ohodnotené, buď sú podhodnotené (príliš lacné) a ich očakávaná výnosnosť je vyššia, alebo sú nadhodnotené (príliš drahé) a ich očakávaná výnosnosť je nižšia ako porovnateľných CP. Podľa modelu CAPM je podstatný len koeficient beta a výnosnosť je daná priamkou trhu CP.

Koeficient beta určuje trhové riziko, udáva pravdepodobnú zmenu výnosov určitej akcie v závislosti od zmeny všetkých akcií na kapitálovom trhu (t.j. v trhovom portfóliu), určuje citlivosť výnosnosti príslušnej akcie na zmenu priemernej výnosnosti akcií na trhu. Na jeho základe vieme určiť požadovanú výnosnosť individuálnej akcie: $r_i = r_f + \beta * (r_m - r_f)$, kde r_f je výnos bezrizikovej investície a r_m je prémia za trhové riziko.

Mieru investorovej viery v nesprávne ohodnotenie CP možno merať **koeficientom alfa**. Získa sa ako rozdiel medzi očakávanou výnosnosťou investora a rovnovážnou očakávanou výnosnosťou podľa CAPM, resp. ako rozdiel medzi skutočnou výnosnosťou a skutočnou rovnovážnou výnosnosťou podľa CAPM, teda:

$$\alpha = R_i - r_i = R_i - [r_f + \beta * (r_m - r_f)]$$

kde R_i je investorom čakávaná výnosnosť a r_i je očakávaná rovnovážna výnosnosť podľa CAPM

V modeli CAPM priamka trhu CP určuje, akú výnosnosť bude mať CP pri určitom koeficiente beta. Koeficient alfa CP sa rovná zvislej vzdialenosti od priamky trhu CP. CP, ktorú budú považované za správne ohodnotené, budú mať $\alpha = 0$ a budú ležať na priamke trhu CP. CP s $\alpha > 0$ bude ležať nad priamkou trhu CP a bude sa považovať za podhodnotený. CP s $\alpha < 0$ bude ležať pod priamkou trhu CP a bude sa považovať za nadhodnotený.

Model CAPM vychádza z niekoľkých predpokladov:

- existuje dokonalý konkurenčný trh, kde sa prémia za očakávané riziko mení v priamom pomere k bete
- bezriziková sadzba je rovnaká pre všetkých investorov
- informácie sú voľné a okamžite prístupné všetkým investorom
- investori majú rovnaké postoje k očakávaným výnosnostiam a rizikám

Základným argumentom modelu CAPM je, že na dokonalom trhu sa kurzy CP menia tak dlho, až sa ponuka vyrovná s dopytom a optimálnym sa stane trhové portfólio. To predstavuje pevný bod, s ktorým môže investor porovnávať ostatné investície. Podľa odhadov výnosov trhového portfólia sa dá určiť priamka trhu CP, ktorá umožňuje voľbu vhodného portfólia. Model CAPM vo svojom upravenom tvare vyjadruje lineárny vzťah medzi výnosnosťou individuálnych akcií a výnosnosťou súhrnu akcií na trhu, čo je formálne vyjadrené:

$$r_i = \alpha + \beta * r_m$$

2. teória arbitrážneho oceňovania – model APT (Arbitrage Pricing Theory)

Tento model predpokladá, že výnos každého portfólia závisí nie od faktora beta, ale od dominujúcich makroekonomických faktorov. Model CAPM vychádza z predpokladu, že investori zostavujú efektívne portfólia a prémia za prevzaté riziko je úmerná trhovému riziku. Model APT ponúka pre vzťah medzi rizikom a výnosom iné vysvetlenie – tvrdí, že výnos je daný vzťahom:

$\text{výnos} = a + b_1 + b_2 + b_3 + \dots$, kde $b_1, b_2, \dots$ predstavujú dominujúce faktory

Prémia za očakávané riziko akcie závisí potom od premie za očakávané riziko spojené s jednotlivými faktormi a od citlivosti akcie na tieto faktory:

$$\text{prémia za riziko} = r - r_f = b_1 * (r_{\text{faktor 1}} - r_f) + b_2 * (r_{\text{faktor 2}} - r_f) + \dots$$

Ak je portfólio zostavené tak, že má nulovú citlivosť voči všetkým makroekonomickým faktorom, tak je v podstate bezrizikové a malo by byť ocenené výnosom ako bezrizikové investovanie. Ak by malo vyšší výnos, investori by mohli vytvoriť zisk (arbitrážny). V prípade, že sú 2 portfóliá citlivé len na 1 faktor, bude prémia za riziko vyššia pri portfóliu, ktoré je na daný faktor citlivejšie.

Modelom APT možno vysvetliť očakávané výnosy, ak sa dá:

- identifikovať určitý počet makroekonomických faktorov
- merať premia za riziko pre každý faktor
- merať citlivosť každej akcie na tieto faktory

Výskum určil 4 dominantné faktory, ktoré ovplyvňujú ceny akcií:

- a) úroveň ekonomickej aktivity v odvetví
- b) miera inflácie
- c) rozpätie medzi krátkodobými a dlhodobými úrokovými sadzbami
- d) rozpätie medzi výnosmi dlhopisov spoločnosti s nízkym a vysokým rizikom