

P1, 24. 9. 2002

## STRATÉGIA FINANČNÉHO INVESTOVANIA

Chovancová, Csácsik: Finančný trh, Ekonóm, 1997  
 Chovancová a kol.: Finančný trh. 2000  
 Hrboľová: Kapitálové trhy. Ekonóm 1997  
 Gílek: Finanční trhy. Grada 1997  
 Rosse: Penežní a kapitálové trhy. Viktoria Publishing. 1996  
 Jankovská: Medzinárodný finančný trh. Ekonóm  
 Vlachynský: Finančné inžinierstvo

Skúška: písomná – malé otázky (pojmy) + 2 väčšie otázky (väzby)

### ÚLOHA FIN. SYSTÉMU V GLOBÁLNEJ EKONOMIKE A JEJ FUNKCIE

Ekon. systém pozostáva z domácností, firiem, štátu a zahraničia. Stretávajú sa na trhoch T a S, trhoch VF a finančných trhoch. (fin. trh ako súčasť ekon. systému)

- systém vzťahov, inštitúcií a nástrojov, pomocou kt. dochádza k sústredeniu, alokácii a prerozdeleniu dočasne voľných fin. zdrojov jednotlivých subjektov na báze pôsobenia ponuky a dopytu. Pôsobenie P a D vpláva na cenu zdrojov, kt. je vyjadrená kurzom fin. nástroja, kt. ovplyvňuje úrok. mieru. Voľné fin. zdroje sa umiestňujú na fin. trh, aby sa zhodnotili max. pokiaľ P a D pôsobia bez bariér.

Keď sme vlastníkmí, chceme dosiahnuť max. výnos. Ak sme dlžníci, chceme to dosiahnuť pri minim. Noch. Tieto protichodné tendencie optimalizujú činnosť fin. trhu.

Začiatky fungovania fin. trhov sú spojené s liberalizáciou až prílišnou (30. roky 20. st.). Odvtedy sa pristupovalo k postupnej regulácii fin. trhov – regulácia najmä zo strany štátu prostred. právnych noriem. (regulácia sa ukončila v 60. rokoch)

Účastníci trhu pochopili pravidlá hry, kt. sa stali ich súčasťami. Začína sa proces deregulácie.

**Samoregulácia** – z vnútra fin. trhy sami seba regulujú (vnútorné poriadky – burzový poriadok).

Cieľom fin. trhov je dosiahnuť stav optimálnej alokácie fin. zdrojov v ekonomike, pričom formou ako to dosiahnuť je poskytovanie úverov. Úverový vzťah je základ. vzťahov vo fin. systéme.

#### **System inštitúcií na fin. trhu**

- vrcholná inšt. je burza, sprostredkovatelia sú banky, poisťovne, ...

**Nástroje** – všetky fin. inštrumenty, s kt. sa obchoduje na fin. trhoch, kapitálových, devízových, poisťovacích trhoch, trhy zlata a komodít, peňažný trh. Cieľom je zabezpečiť pre ekonomiku premenu úspor na investície. Investície sú súčasťou HDP, kt. meria výkonnosť ekonomiky.

**Kvalitu FT** posudzuje niekoľko ukazovateľov - šírka, pružnosť hĺbka

Trh je **široký**, ak je na ňom dostatočný počet objednávok na nákup a predaj CP za rovnovážnu cenu (kupujúci sú ochotní kúpiť len za rovnovážnu cenu).

Trh je **hlboký**, ak existuje dostatočný počet objednávok na nákup a predaj za cenu, kt. je naj aj pod rovnovážnou cenou (kupujúci sú ochotní aj preplácať).

Šírka a hĺbka súvisia s likviditou nástrojov na FT. Najvyššiu likviditu majú na širokom, trhu. Hlboký trh je menej likvidný, pretože je tu kolísanie kurzu – **volatilita**.

**Pružnosť** súvisí so schopnosťou trhu rýchlo reagovať a absorbovať fin. nástroje, kurzotvorné infcie.

**Funkcie FT:** 1. funkcia **mobilizačná**

2. funkcia **alokačná** (pri cieľoch FT)

ad. 1) sústreďovanie voľných zdrojov vo forme reálneho kapitálu, ale aj vo forme úverových zdrojov (je tu časová väzba na dobu splatnosti). KD zdroje sa nazývajú fiktívny kapitál – špekulačný (portfóliové investície) kapitál, nevytvorí ďalšie reálne investície. DD zdroje predstavujú zdroje reálnych priamych investícií.

#### **Medzinárodné FT**

- vznikol internacionalizáciou národných trhov – národné FT umožnili prístup cudzím investorom, aby sa na nich mohli realizovať. Sú:

- a) internacionálne trhy
- b) univerzálne trhy, lebo zdroje kt. sa na nich umiestňujú, sa využívajú vo všetkých sférach ekon.
- c) globálne trhy – sú mimo kontroly národ. inštitúcií, súvisí to s dereguláciou

- nestabilita (znak medzin. FT), kt. spôsobuje výkyvy, kolíšu kurzy ako cena nástrojov. Na nestabilitu vplývajú cyklické výkyvy ekon. (primárne). V konjunktúre rastú investície, existuje dôvera investorov, FT má stabilný rast. V depresii je to naopak, ale pokles nie je stabilný. Na medzin. FT dochádza ku konkurencii kapitálu prichádzajúceho z rôznych zdrojov a snahou umiestniť ich čo najlepšie (prejavilo sa to najmä počas 2 ropných kríz – 70. až 90. roky). Vznikli centrá off-shore.

**Členenie fin. trhov:**

1. národné trhy
2. regionálne trhy
3. FT zoskupení integračných, menových (EÚ, ...)
4. medzin. trhy v podobe fin. centier a off-shore trhov (daňové raje)

**Členenie medzinár. trhov z vecného hľadiska:**

1. **peňažné trhy medzin. charakteru** – absorbujú zdroje, kt. splatnosť je do 1 roka, disponujú pohyblivou úrok. sadzbou, preferujú sa pohyby depozít ukladaných na určité termíny, cieľom je získať výhody z výkyvov úrok. sadieb.
2. **kapitálové trhy** – umiestňujú sa tu nástroje s dobou splatnosti od 1 do 10 rokov – SD a DD sú nad 10 rokov. Úrok. sadzby sa vyznačujú možnosťou fixovať ich, reagujú na podstatné zmeny v ekon.
3. **devízové trhy** – slúžia na obchodovanie s menami, kt. predstavujú svetové rezervné meny, najmä USD, EURO, JEN
4. **trhy zlata** – obchodovanie sa sústreďuje do fin. centier – Londýn, Zürich, New York, Paríž, Luxemburg, Honk Kong, Singapur. Realizujú sa tu promptné – okamžité obchody a termínované obchody a obchody za účelom špekulácie.
5. **poisťovacie trhy** – obchoduje sa s produktmi poistenia a zaistenia

**EURO menový trh (EURO dolárový trh)\***

- zaviedol sa v rámci medzin. bank. trhu a dochádza tu k transakciám v mene inej ako je mena krajiny.

\* EURO aj USD sa najčastejšie používajú na EURO menovom trhu.

Z teritoriálneho hľadiska najväčšími fin. centrami sú:

Londýn: - najväčší denný objem devízových transakcií  
 - špecializovaná burza CP, trh zlata  
 - je prestupným centrom medzi americkým a európskym trhom

New York, Philadelphia, Chicago, Miami – Severoamerické  
 Singapur, Honk Kong, Tokio –

P2, 1. 10. 2002

**EFEKTÍVNOSŤ FIN. SYSTÉMU (FS)**

Efektívnosť fin. trhov – alokačná a operačná efektívnosť

Instit. usporiadanie FT by malo tvoriť alok. a oper. efektívnosť.

**Alokačná efektívnosť** – fin. prostriedky sú alokované v jednotkách s najvyšším rizikovo očisteným výnosom. Ak sa dosiahne, tak hodnota výstupu 1 jednotky nemôže narásť bez toho, aby nedošlo k poklesu inej jednotky – **Paretovo optimum**. Dá sa dosiahnuť, ak všetky inície sú reflektované cenami fin. nástrojov. Ak to tak nie je, tak fin. trh vysiela falošné signály, kt. ovplyvňujú rozhodovanie makro. a mikroekon. subjektov.

Operačná efektívnosť – transfer fin. prostriedkov pri najnižších Noch. Nižšie Ny alokácie fin. prostriedkov prispievajú k rastu výstupov na jednotku vstupov.

FS slúži k max. agregátneho bohatstva, aby sa to dalo splniť, musia trhy fungovať na čo najvyššej alok. a oper. efektívnosti.

**Vo vyspelých štátoch existujú dva kanály alokácie prostriedkov:**

1. *fin. trh privátny* – od prebytkových jednotiek k jedn. deficitným v ... Prebytkové jednotky investujú svoje úspory do týchto nástrojov. Efektívnosť je zvyšovaná priamou alebo nepriamou asistenciou investičných bánk, sprostredkovateľov, firiem CP.
2. *sprostredkovateľský* – fin. sprostredkovateľ – banka, poisťovňa, investičný, penzijný fond.

Fin. sprostredkovateľ emituje sekundárne fin. inštrumenty (depozitá, poisťné zmluvy, podiely...)

Transakcia obsahuje v sebe 2 separátne, ale zároveň súbežné transakcie:

1. sprostr. emituje sekundárne inštrumenty, kt. nakupujú prebytkové jednotky

2. sprostr. nakupuje primárne nástroje, kt. emitujú deficitné jednotky  
Prebytková jednotka využíva služby fin. sprostredk., kt. alokuje zhromaždené zdroje na svoj účet a riziko.

Sprostr. fin. trhy sú bankové trhy – dominantné postavenie na európskych trhoch  
USA, Kanada, Japonsko – dominantné postavenie tu majú private fin. Trhy  
SR- väčšina fin. prostriedkov je alokovaná cez sprostredkovateľské trhy. Privatizácia prispela k alokácii zdrojov cez private fin. trhy.

### **Private fin. trhy = trhy CP**

Je významný tým, že: (**Úlohy trhu CP**):

1. trh CP umožňuje deficitným jedn. (vláda, firmy) získať zdroje pre fin. aktivity
2. alokuje sa kapitál do oblastí produktívneho využitia
3. tvorí motiváciu pre tvorbu úspor domácností
4. vytvárajú sa tu kontinuálne ceny fin. nástrojov (tvoria sa bez porušenia) – vieme zmapovať vývoj v minulosti a predikovať vývoj v budúcnosti
5. umožňuje alokovať riziko vzhľadom k očakávaným peň. tokom z fin. inštrumentov
6. znižuje Ny fin. transakcií
7. umožňuje výkon vlastníckych práv

Voľnými peň. prostriedkami disponujú domácnosti, kt. vo vyspelých štátoch tvoria 60 – 70% úspor. Samo obyvateľstvo nakupuje CP.

Rozsiahle toky vo vyspelých štátoch sú:

domácnosti (veritelia) k ——— firmám (dlžníci), vláde

Umiestňujú sa do fin. kapitálu alebo reálneho kapitálu. Každý investor je motivovaný tak., že jeho konanie napomáha k alokácii tam, kde môžeme dosiahnuť čo najvyšší výnos vzhľadom k riziku.

Trh CP je miesto, kde fungujú reálne ceny, kurzy a úroky všeobecne platný súradnicový systém, kt. je relevantný pre rozhodovanie firiem, domácností, zahr. subjektov.

### **Podstata trhu CP:**

- trh CP je miesto, kt. umožňuje investorom diverzifikovať majetok medzi veľký počet fin. nástrojov a tým znižovať riziko.

Znižujú transakčné Ny:

- a) vyhľadávanie Nov, môžu byť explicitné Ny, keď sú vynaložené na zverejnenie záujmu kúpiť alebo predať na.... Implicitné Ny sú spojené s hodnotou času, kt. vynaložíme na hľadanie partnera.
- b) Informačné Ny – ohodnocovanie vnútornej hodnoty fin. nástrojov

### **Trhy CP:**

- akciové trhy – vytvárajú tlak majiteľov akcií na manažment fy, aby max. ...

Mngt je pod stálym tlakom akciových trhov, aby mngt konal v záujme majiteľov.

1. Ak sústavne rastie efekt. trhov, nie je to efektívne, lebo rastú špekulatívne obchody, kt. odchyľujú akciové kurzy od ich vnútorných hodnôt.

2. konflikt záujmov – manažment vs. Akcionári. 30. roky – klasická teória oddeleného vlastníctva a riadenia. V 80. rokoch vznikla moderná verzia od Jensena – Teória zastúpenia, kt. odporúča privatizáciu akcií – aby sa skupovali akcie man. spoločností a zlikvidovali sa obmedzenia max. podielu inves. investorov v jednotlivých a. s. Aby tu nebol konflikt záujmov.

### **Štruktúra trhu CP:**

Trh CP – systém ek. vzťahov a inštitúcií, kt. sprostredkujú, sústreďujú, alokujú, realokujú fin. prostriedky a CP.

Rozdeľujeme na:

1. a) *primárny* (trh nových CP) – CP sú tu emitované
- b) *sekundárny* – emitent CP umiestnil na trhu právo, kt. je s CO spojené

Kupujúcim je ten, kt. chce svoje peniaze uložiť do CP – je investorom. Zatiaľ čo emitent CP získava peň. prostr. na primár. trhu na stanovenú dobu; nákup CP pre investora neznamená trvalé investovanie peň. prostriedkov.

Na sekund. trhu dochádza k redistribúcii už získaného kapitálu k rôznym vlastníkom.

Ad. b) - burzové trhy CP

- mimoburzové trhy CP – OTC trhy – nie sú regulované burzovými pravidlami – RM systém

2. Trh obchodovaných nástrojov: a) akciové trhy  
b) trh dlhopisov  
c) trh finanč. derivátov (opcie, fin. futurity, swapy, forwardy, ...)
3. z časového hľadiska: a) peňažný trh  
b) kapitálový trh
4. hľadiskovo teritoriálne: a) národné trhy – obchodujú sa inštrumenty domácich emitentov  
b) zahraničné trhy – inštrumenty umiestňujú zahr. emitenti a sú denominované v mene krajiny, v kt. sú emitované  
c) eurotrhy – eurofinančné inštrumenty (EURO-DOLAR), sú emitované a obchodované v zahraničí v inej mene, než je mena krajiny – sú denominované v euro-menách

### REGULÁCIA TRHU CP

Priem. trh CP je najviac regulované odvetvie, najmä vo vyspelých ekon.

Príčina intenzívneho zasahovania štátu:

ŠKOLA VEREJNEJ VOĽBY tvrdí, že Py vítajú reguláciu, lebo brzdí konkurenciu – tlak na reguláciu hlavne od investičných bánk. „Zajatecká teória regulácie“ – regulované objekty sa snažia ovládať reguláciu.

Ako prví to zaviedli v USA, lebo bola voľnosť trhu CP zneužívaná, robili sa podvodnícke priem. operácie v prospech určitých orgánov – 1911 v štáte Kansas, prvé náznaky regulácie. To bolo len v 1 štáte, inde fungoval trh bez regulácie do r. 1933.

1929 – 1933: kríza, ešte viac sa rozšírili podvodnícke aktivity – prací predaj, čerenie, vytváranie nelegálnych obchod. skupín.

Prací predaj – operácie sú vykonávané, aby sa získala strata pre daňové účely alebo aby sa podarilo oklamať niekoho, aby začal veriť, že došlo k zmene trhovej ceny.

Čerenie – zneužívanie dôvery zákazníkov; profitovanie z častých operácií pre zákazníkov

Nelegálne obch. skupiny – má cieľ: zmanipulovať kurzy fin. inštrumentov. Ak je cieľ splnený, skupina zanikne. Sú tu zoskupení tí, kt. dodávajú insider info (neverejné).

- skupovanie CP až do doby, kým skupina začne vlastniť väčšinu týchto CP.

Investovalo sa tu až do výšky 90% s požičanými prostriedkami.

Pred r. 1929 neskutočne narástli kurzy CO a prudký pád sa začal v októbri 1929, kurzy začali prudko klesať, začali sa predávať CP, lebo strácali nielen svoje prostriedky, ale i požičané. CP sa stával nelikvidným, banky začali krachovať.

6. 3. 1933 – Roosevelt uzavrel všetky banky, zastavila sa ich činnosť a o týždeň neskôr By, kt. preukázali likviditu, mohli začať pracovať.

- reforma všetkých aktivít

1993 – zákon o CP

1934 – zákon o burzách

- začala sa regulácia

P3, 8. 10. 2002

### CIELE A NÁSTROJE REGULÁCIE

- Ciele:** a) zabezpečenie **stability trhu CP**  
b) zabezpečenie **dôveryhodnosti trhu CP**  
c) **ochrana investorov**

V jednotlivých krajinách sa spektrum nástrojov líši.

1. informačná povinnosť emitenta slúži pre zabezpečenie dostatočného množstva aktuálnych a významných info emitentom. Infčná povinnosť začína pri emisii tak, že emitent vyhotoví prospekt pred emisiou a po celú dobu obchodovania musí zverejňovať obchodné správy.

Regulatívne inštitúcie neurčujú, či emitent je al. nie je kvalitný. Ich úlohou je preveriť pravdivosť a úplnosť zverejnených informácií. Regulatívne inštitúcie sa zaoberajú aj:

- odhaľovaním obchodov s insider informáciami a praním špinavých peňazí

Neverejná informácia je verejnosti neznáma kurzotvorná skutočnosť týkajúca sa 1 al. viacerých emitentov CP, pričom vo vyspelých krajinách sa za zneužívanie nepostihuje len primárna osoba, ale aj sekundárna osoba (osoba získavajúca informácie od primárnej).

Neverejné informácie sú neatraktívne pre veľké a. s., pretože ich využitie nevyvolá výrazné kolísanie trhovej hodnoty firmy. Pozornosť regulatívnych inštitúcií (RI) sa zameriava na malé a. s., kde trhová hodnota kolíše. Informácie získavajú tak, že sledujú a. s. a trhová hodnota firmy začne kolísať, ale nie kvôli kolísaniu makroekon. veličín.

Živná pôda pre neverejné informácie je, ak sa realizujú akvizície a fúzie. Obchody založené na insider informáciách sú negatívnym javom, lebo dochádza k ochladzovaniu dôvery investorov. Sú aj takí, kt. obhajujú insider obchody, lebo zvyšujú aktivitu podnikateľov a umožňujú suplovať neschopnosť verejnosti oceniť hodnotu určitej správy; sú prospešné, keď niektoré nové informácie nie je možné zverejniť.

**Pranie špinavých peňazí** sa začalo používať pred desaťročiami, keď bolo treba legalizovať kontrabanky. Expanzia prania bola pozorovaná v 2., Pol. 70. rokov – hnutie hippies v USA, začali sa používať drogy. Väčšina platieb za drogy sa uskutočňuje v hotovosti, kt. sa potom naakumuluje a musí byť zlegalizovaná. Proces legalizácie sa robí vypraním. V jednotlivých ekonomikách sa presúvajú veľké sumy cez účty v bankách, presúvanie bankových súm – nákup/predaj CP, šekov, zlata, fin. derivátov.

Špinavé peniaze sú peniaze pochádzajúce z trestnej činnosti (drogy, zbrane, obchod s ľuďmi, veľké fin. podvody, sprenevery, prevádzkovanie hazardných hier, falšovanie peňazí, CP, ...). Dostávajú sa do legálneho systému zatajovaním ich pôvodu. Na pranie sa používajú banky, zmenárne, investičné spoločnosti, fondy atď.

Uložia sa na veľké množstvo účtov a potom sa rýchlo prevedú do zahraničia. Potom sa transferujú do štátov, kt. chýba daňová regulácia.

- uskutočňujú sa platby medzi firmami za neexistujúce produkty

V USA sa zrealizovala aféra Pizza connection – veľký heroínový gang. Obchod s heroínom bol krytý obchodom s pizzou.

Vo vyspelom svete je medzinárodný koordinovaný postup, kt. vznikol v 80. rokoch. Vznikla Dohoda o vyhľadávaní, zadržiavaní .....

- EÚ zareagovala v r. 1991, európske štáty musia prijať právnu úpravu, kt. zväzuje k identifikácii klientov bank. operácií. V EÚ sa nahlasujú operácie presahujúce hodnotu 15 tis. EURO.

- je zavedená povinnosť dodržiavať predpisy etického správania, kapitálová primeranosť, poistenie majetku investorov

### **Súčasný trendy regulácie:**

- a) **deregulácia** – upúšťa sa od administratívnych nástrojov, preferujú sa trhové nástroje (odbúrajú sa bariéry pre zahr. firmy. Investor by mal byť primárne chránený ...
- b) **harmonizácia** – medzinárodný postup pri regulácii trhu s CP a jeho účastníkov
- c) **samoregulácia** – počiatky obchodovania s CP.
  1. primárni tvorcovia regulat. Politiky sú je realizátormi
  2. samoregulujúce inštit. Sú financované účastníkmi trhu až potom zo štátnych prostriedkov

Samoregulácia – jej oprávnenie musí byť delegované

Oprávnenie – kótovanie CP, zúčtovanie a vyrovnávanie burzových obchodov, pridelenie licencií brokerov.

Samoregulujúce inšt. sú priamo zodpovedné svojím členom, musia prijímať opatrenia, kt. sú najmenej v rozpore s trhovými silami.

### **Súčasný trendy na finančných trhoch:**

1. reštrukturalizácia bánk a finančných inštitúcií
2. sekuritizácia
3. vznik fin. inovácií
4. internacionalizácia FT
5. inštitucionalizácia FT



6. *integrácia FT*
7. *intelektualizácia FT*
8. *reforma kurzových systémov*

#### ad. 1) Reštrukturalizácia bánk a fin. inštitúcií

- banky sa tzv. konsolidujú, vytvárajú sa z nich veľké fin. supermarkety, majú silnú mrktovú orientáciu, prejavuje sa u nich tlak na úsporu Nov, hlavne v EU, USA, Japonsku.

Konsolidácia – proces zníženia počtu bánk operujúcich na fin. trhoch. Dochádza k zväčšovaniu ich priem. veľkosti.

Konsolidačný trend môže byť vyvolaný:

a) *reguláciou*

b) *trhovými silami* – môže byť motivovaný tým, že sa dosahujú úspory z rozsahu, kt. umožňujú pokles jednotkových Nov pri vzrast objemu zrealizovaných obchodov.

- empirické výskumy túto tézu nepotvrdzujú. Platí opak, veľké banky majú rast Nov z rozsahu, krivka priem. Nov v bankovníctve má tvar plochého U. Z hľ. ziskovosti sú najviac ziskové stredné banky.

- nadmerné bankové kapacity – týmto motívom sú vysvetľované fúzie v Európe. (len veľmi silné národné banky sú schopné prežiť konkurenčný boj) – dochádza k radikálnemu poklesu vkladov u bánk na reálnej hodnote fin. aktív. Zmenila sa štruktúra obchodov bánk, rozmohli sa mimobilančné obchody.

Podiel banky na HDP

USA 47 – 48

- bankovníctvo rástlo v USA rýchlejšie než celá hosp. ekonomika.

- rast veľkosti bánk znamená bezpečnejší bankový priemysel – veľká banka vie lepšie diverzifikovať investície a tým znížiť riziko – prax ukázala **iné** – do veľkého rizika sa dostávajú veľké banky.

Trend konsolidácie je vyvolaný verejným sektorom, treba sa zamerať na vládnu politiku „too big too fast“, kt. bojuje proti monopolnej politike v bankovom sektore, proti bank. prevzatiam a nepriateľstvu.

Keď banka dosiahne určitú veľkosť, prestanú sa na ňu zameriavať, lebo ju pokladajú za dosť veľkú, aby zbankrotovala. Ak sa dostane do ťažkostí, tak je vyplatená zo štátnych prostriedkov. Ak sa banka dostane do určitej veľkosti, akciové trhy na ňu reagujú dobre. Keď sú manažéri ochraňovaní, tak má motiváciu expandovať veľkosť banky až na úroveň jej efektívnosti. Samotná regulácia bráni efektívnosti, výmene neefektívnych manažérov. Bankový sektor umožňuje zvyšovať trhovú podiel B, a tým dosahujú monopolný zisk – sú motivovaní k tomu, aby sa ďalej zlučovali.

!!!Konsolidačný proces vyvoláva nevhodná štátna regulácia, a nie trhové sily. !!!

Dnešné banky poskytujú diverzifikovanú škálu služieb, je možné diverzifikovať riziko do šírky, dosahujú sa úspory zo sortimentu, dosahuje sa synergický efekt pri spájaní bánk, poisťovaní = **dôvody vzniku veľkých bánk**

#### Ad. 2) Sekuritizácia

- dochádza k zväčšovaniu objemu alokovaných prostriedkov prostr. CP, dochádza k znižovaniu alokácie fin. prostriedkov prostr. úverových zmlúv. Trend podporujú aj komerčné B, takto reagujú na bankovú reguláciu (na B sa vzťahujú pravidlá kapitálovej primeranosti, požiadavky na VK zvyšujú hraničnú výšku), kt. je vo svojej podstate snahou B zvyšovať požiadavky na min. výšku VK. Realizuje sa vo fázach:

1. B poskytne úvery a úvery rovnakých charakteristík zhromaždí v balíku
2. Banka predá balík inštitúcii, kde sa nevzťahuje regulácia, v praxi to znamená, že balík sa spravuje aj naďalej
3. nebanková inštitúcia vystaví na budúci CF z balíka úverov postupované CP, kt. prevezme určitá investičná banka (IB)
4. IB predá investorom

- je to premena úrokového obchodu na sprostredkovateľský obchod, znižujú sa Ny na získanie kapitálu, zlepšuje sa rentabilita

#### ad. 3) Vznik fin. inovácií

začiatky 30. rokov. Fin. inovácie vznikli v dôsledku zvýšenia rizika, konkurencie, obchádza sa banková regulácia. Druhy inovácií:

- a) finančné deriváty – opcie, fin. futurity, swapy
- b) homebanking ?

#### ad. 4) Internacionalizácia FT

- dlhodobý proces prelínania jednot. národných trhov do globálneho jednotného trhu

Uskutočňuje sa prostr. 4 kanálov:

- 24 hodinové obchodovanie s národnými akciami (sú obchodované aj na zahr. trhoch)
- prepojené obchody medzi jednotl. národ. burzami
- 
- funguje globálna el. obchodná sieť Globnet

P4, 15. 10. 2002

#### Ad. 5) Inštitucionalizácia FT

- na súčasných trhoch získavajú dominantné postavenie inštituc. investori (penzijné fondy, poisťovne, veľké firmy, kt. spravujú obrovský majetok individuál. investorov)

- naberáť na význame budú najmä penzijné fondy (investori, kt. kontrolujú obrovské kapitál. zdroje a ich spravovanie, z právneho hľad. sú PF vlastníckmi, no v 1. rade sú správcami, vlastníckmi sú budúci dôchodcovia; kapitalizmus bez kapitalistov)

#### ad. 6) Integrácia FT

- vznik v dôsledku telekomunikač. techniky

- prejavuje sa v cenovom prepojení jednotl. segmentov fin. trhu – segmenty sú vo vzáj. rovnováhe a v prípade vzniku cenových rozdielov, rýchlo ich využívajú arbitrážnici pre ziskové motívy

- najviac integrované sú primárny a sekundárny trh, promptný a fin. derivátov, akciový trh a trh dlhopisov

#### ad. 7) Intelektualizácia FT

- rozhodujúcim faktorom na FT sú vedomosti, inície a znalosti – dominant. postavenie majú kvalifikovaní odborníci, kt. používajú v oblasti strateg. plánovania pri finanč. analýzach špecifikované vedomosti

- okrem knowledge workers existujú service workers (obslužní pracovníci), kt. vykonávajú technic. realizovanie obchodov

1952 – začiatky modernej fen. ekonómie

- Harry Markowitz publikoval článok „Portfolio selection“, v kt. Zdôvodnil základ. princípy konštrukcie investič. portfólia. Jeho teóriu rozvinul jeho študent Sharpe, kt. túto teóriu aplikoval do praxe v situácii, keď spravujeme veľa CP; indexový model

- koniec 50. a 60. rokov – prudký rozmach fin. ekonómie hlavne v oblasti korporatívnych financií, kedy Miller a Modigliani zdôvodnili vplyv kapitál. štruktúry firmy a dividendovej politiky na trh. hodnotu vlastného imania firmy.

- 3 Nobelove ceny v oblasti ekonómie pre ekonómov, kt. sa orientovali na FT:

Tobin (1981) – analýza FT a jeho vplyv na úspory a výdaje firmy

Modigliani (1985) – analýza motívov tvorby úspor a fungovania FT

Sharpe, Miller, Markowitz (1990) – výskum v oblasti výnosu a rizika fin. investícií, ohodnocovanie akcií a dlhopisov

#### Ad. 8) Reforma burzových systémov

- zmenil sa charakter obchodovania na sekundárnych trhoch – fungujú v podobe elektronic. búrz

- zaniklo tzv. klasické obchodovanie na parketoch metódou verejného kriku.

- burzové systémy sú centralizované, špecializované – trend globalizácie burz. obchodovania

#### Finančný systém v budúcnosti:

- úspory budú tiecť do penzijných fondov – reštrukturalizácia PF
- reštrukturalizácia dôchodkového systému – svet. pohyb kapitálu bude viac sekuritizovaný

- obchody s akciami prevýšia obchody s obligáciami
- prebehne proces medzinárod. diverzifikácie kapitálu - veľký nárast obchodov hlavne u zahr. akcií
- masové privatizačné programy, kt. znásobia obchod s akciami
- zavíši sa to vznikom jednotného celosvetového akciového trhu

Nastane renesancia slobodnej trhovej konkurencie – liberalizácia peňaž. trhov (liberalizácia medzin. investovania, expanzia nefinanč. firiem, zlikvidovanie bariér ich vstupu – bezbariérové možnosti podnikania), zatlačí štátne zásahy (zmenia sa formy štát. regulácie).

**Nárast volatility** – kolísanie výnosových mier a cien fin. inštrumentov. Zvyšuje riziko spojené s emitovaním, investovaním a obchodovaním finanč. inštrumentov. Volatilita významne vzrástla v 80. rokoch 20. stor. , pričom rozlišujeme:

- a) *primeraná* volatilita – bežná súčasť procesu alokácie fin. prostriedkov
- b) *nadmerná (extrémna)* volatilita – akciových kurzov, devízových kurzov, úrok. mier – je nežiadúca, lebo narúša hladké fungovanie fin. systému (problémy s výkonnosťou ekonomiky)

Volatilita sa skúma hlavne na akciových trhoch (19. 10. 1987 sa zrútili ceny akcií – Dow Jonesov index poklesol o 508 bodov za 1 deň) – najväčší pokles.

**Nadmerná volatilita vplýva na celú ekonomiku** ta, že:

- 1. dopad je na spotrebné výdaje – keď klesnú ceny akcií, poklesne hodnota fin. majetku domácností a znižuje sa spotreba. Oslabuje sa dôvera investorov
- negatívne vplýva na investičné výdaje firmy – zvyšuje sa riziko pri investovaní do akcií, keďže sú nestabilné. Investície sa presunú do menej rizikových inštrumentov, lebo väčšina investorov je rizikovo averzná.
- malé firmy začnú mať problémy so získavaním akciového kapitálu, lebo viac sa investuje do veľkých a známych firiem (malé firmy idú bokom).
- narušenie fungovania finanč. systému
- dôjde k štrukturálnym zmenám ale aj k zmenám v oblasti regulácie – snaha tento stav odstrániť
- mnohé systémy fungujúce dobre v normálnej volatilita, nie sú schopné vyrovnat' sa extrémnym zmenám cien

**Volatilita úrokových sadzieb** – 80. roky (poznačené reštriktívnou monetárnou politikou) znamenali nárast inflačného očakávania, odstránenie úrokových stropov.

- nepriamo ovplyvňuje investičný dopyt firmy
- každý investor ju vníma ako zvýšenie rizika – transfer portfólia investícií do menej rizikových nástrojov
- firmy nákladnejším spôsobom financujú svoje projekty
- priamo vplýva na menovú politiku (MP) – ak je vyššia volatilita – zmena štruktúry majetku fin. investorov a rozkolísanie dopytu po peniazoch – ťažká úloha pre navrátenie stability MP

**Volatilita devízových kurzov**

- nadmerná volatilita vyvoláva neistotu v oblasti výšky budúcich ziskov, skomplikujú sa DD investič. rozhodnutia a firmy, kt. sa angažujú v medzinárod. obchode začnú tmiť svoje aktivity v oblasti DD investič. projektov, lebo sa obávajú o svoje zisky
- nadmerná volatilita radikálne znižuje DD kapitál. toky, čím je narušený hladký priebeh (efektívny) pohybu kapitálu v celosvetovom meradle. Realizujú sa KD špekulatívne kapit. toky, kt. negatívne ovplyvňujú MP.

**Akciová volatilita**

- normálna vol. – bežná variabilita výnosu z akcií
- nadmerná vol. – jednorázové a náhle zmeny vo výnosových mierach (variantoch) akciových (finančných) inštrumentov. Meranie je pomocou početnosti zmien extrémnych kurzových pohybov – skoková volatilita. Prejavila sa v 2. pol. 80. rokov (1986, 1987, 1988) – bola tu aj skoková vol. úrokových sadzieb – trvalý jav. Vyskytuje sa aj v devízových kurzoch (v minulosti devíz. kurzy podliehali značnej vládnej kontrole; čakalo sa, že bude prechod. javom, ale stala sa trvalým javom).

## PEŇAŽNÝ TRH (PT)

- segment FT



FT je obrovský kotol naplnený vypožičiavaním a požičiavaním (niektorí si požičiavajú, iní požičiavajú). Základ všetkých transakcií na FT je rovnaký – emitujú sa CP, kt. veritelia nakupujú; ak je pôžička splatená, vráti sa CP a veriteľ získa peň. prostriedky.

Existuje veľa rozdielov medzi transakciami, kt. vyplývajú z toho, že účely pre kt. sa v rámci fin. systému požičiavajú, sa veľmi líšia. Preto máme rozdielne fin. aktíva s odlišnými splatnosťami, rizikami, ...

**PT** – zameriame sa na súbor FT, kt. majú rovnaký účel svojej obchod. aktivity – oblasť, kde sa obchoduje s nástrojmi, kt. majú podobný charakter – trh s KD úverom

- pôžičky majú pôvodnú dobu splatnosti kratšiu ako 1 rok, sú určené pre pomoc korporáciám a vládám (kupujú zásoby, vyplácajú dividendy, platia danie, ...)

- PT sú v ostrom kontraste ku kapitál. T, kt. sa zaoberá DD úverom (dlhší ako 1 rok), využívajú sa pri financovaní kapitál. investič. projektov

PT je extrémne široký a hlboký – PT môže absorbovať veľký objem transakcií, kt. je sprevádzaný malým vplyvom na cenu CP a úrokové sadzby.

– investori môžu predať CP za veľmi krátku dobu, je jedným z najefektívnejších trhov. Funguje tu ohromná sieť dealerov CP (banky, makléri, ...), subjekty sú v sústavnom kontakte a využívajú akúkoľvek možnosť predať.

Náznak, že CP je podhodnotený vyvolá celú sériu nákupných príkazov. Ak je nadhodnotený CP, tak sa obchodníci snažia rýchlo sa ho zbaviť. PT je ovládaný aktívnymi obchodmi, kt. hľadajú príležitosť pre arbitráž (získanie výnosu z rôzneho ocenenia CP).

PT nemá centralizovanú obchodnú arénu. Je to telefónny trh, telegrafický. Je tu charakteristická rýchlosť (peniaze sú nestálou komoditou), platby sa uskutočňujú nepretržite.

PT poskytuje kanál pre výmenu finanč. aktív za peniaze, ale PT sa sústreďuje na pôžičky pokrývajúce KD potreby.

- mechanizmus, kde sa držitelia KD hotovostných prebytkov stretávajú s tými, kt. majú KD hotov. nedostatok. Úlohou PT je zabezpečiť ich stretnutie.

Držanie nevyužitých KD prebytkov je veľmi drahé, je preto rozumnejšie ho umiestniť na PT, aby poskytoval držiteľovi príjem.

Funkciou PT je vyhľadávanie dočasných voľných prostriedkov a ich .....

Funkciou KI je trvalé .....

V príp., že subjekt neinvestuje prebytok, zaznamenávame Ny stratenej príležitosti – je to už úrokový príjem. Každý deň je dňom ďalšej nenávratnej príjmovej straty.

Dlžníkov a veriteľov na PT nevieme presne určiť, lebo rovnaké inštitúcie operujú na oboch stranách.

- na oboch stranách vystupujú – veľké komerčné banky, vlády, miestne správy, fin. spoločnosti, centrálna banka

- cieľ investovania na PT( čo oceňujú, vyhľadávajú investori na PT): PT je známy bezpečnosťou, likviditou, dá sa získať úrok. príjem; nie sú to výrazne ziskové motívy

- na PT sa pohybujú investori zvlášť citliví na riziko

P5, 22. 10. 2002

### **Druhy rizika na peňažnom trhu (PT)**

- **trhové riziko** – riziko pohybu úrok. miery spojené s nebezpečenstvom poklesu cien CP, úrokové sadzby vzrastú – dôjde ku kapit. strate investorov. Ceny vládnych dlhopisov, štátnych zmeniek klesajú, keď rastú ...

- **reinvestičné** – keď klesajú úrok. sadzby, rastie reinvest. Riziko – riziko, že príjmy z pôžičky budú musieť byť v určitom okamihu reinvestované do CP s nižším výnosom

- **insolventnosti** – CP emitované súkromnými fy, vládami – existuje tu pravdepodobnosť, že dlžník nebude schopný splatiť všetko al. len časť

- **inflačné** – požičiavatel'ia musia čeliť zníženiu kúpnej sily príjmov, veritelia kompenzujú infláciu určovaním vyšších úrok. sadzieb

- **menové** – čelia mu medzinár. investori – možná strata z nepriaznivých zmien hodnôt cudzej meny

- **politické** – zmeny v legislatívne, trendoch regulácie vyvolávajú zníženie mieru návratnosti pre investora

V nástrojoch je zakomponovaná ochrana proti rizikám. Ceny CP sú stabilné, ceny nástrojov peň. trhu. Nástroje PT neponúkajú možnosť významných kapit. ziskov, ale ani kapit. strát.

Riziko insolventnosti je na PT minimálne, pretože aby mohli byť CP ponúkané na predaj, firma musí byť dobre zavedená.

Existuje málo investícií, kt. chránia investora pred inflačným rizikom, ani CP nie sú chránené pred infláciou. CP peň. trhu sú vysoko likvidné a môžeme ich premeniť na hotovosť, ak sa objaví investícia zabezpečená proti inflácii.

### **Doba splatnosti**

- CP pokrývajú úzke rozpätie doby splatnosti – 1 rok a menej. Je tu široká škála doby splatnosti.

Pôvodná doba splatnosti je časový interval medzi dobou emisie CP a dátumom, ku kt. dlžník sľúbil umoriť svoj CP.

Skutočná doba splatnosti zodpovedá počtu dní, mesiacov a rokov, medzi dnešným dátumom a dátumom, kedy bude CP skutočne umorený.

Pôvodná – 1 deň – pôžičky pre dílerov CP

– 1 rok – bankové certifikáty, poklad. poukážky

Keď je už nástroj emitovaný, doba jeho skutočnej splatnosti sa každý deň skracuje.

Investorom sa ponúka široké menu, z kt. si môžu vybrať presný počet dní, kedy potrebujú svoju hotovosť.

### **Niektoré inštrumenty PT (literatúra)**

KD dlhové inštrumenty sú obchodované na PT a obchoduje sa tu aj s peniazmi NBS. Má charakter veľkoobchodného trhu, lebo hl. úlohu tu hrajú banky, NBS, brokery, ... Rozhodujúcu úlohu majú jednotl. banky, kt. si na PT upravujú likvidity medzi sebou al. prostred. refinančného spôsobu NBS. Centrálna B na PT robí svoju menovú politiku. PT nemá charakter burzových trhov, ale je veľmi dobre organizovaný, existujú štandardizované podmienky – vysoko inštitucionálny trh. Obchodné inštrumenty sú štandardizované.

Transakcie delíme:

a) obchody s peniazmi CB medzi bankami navzájom al. obchody KB s CB

b) obchoduje sa s KD inštrumentmi

ad a)

rozlišujeme denné a termínované peniaze. Transakcie s dennými peniazmi sú KD charakteru, využívajú sa pri riadení likvidity L, sú požičiavané za pevnú úrok. sadzbu v momente uzavretia obchodu. Formy obchodu s dennými peniazmi:

1. peň. prostriedky sú požičiavané od budúceho dňa -

2. peň. prostriedky sú požičiavané budúci obchodný deň a môžu byť vrátené pozajtra -

### **top next money**

3. prostriedky sú pripísané na účet vypožičiavateľa za 2 obchodné dni po dni uzavretia transakcie -

Obchody s termínovanými peniazmi – doba splatnosti 1, 2, 3, 6 al. 12 mesiacov, môže byť dohodnutá aj individuálna splatnosť. Úrok. sadzba je určená v okamihu uzavretia a platí pre celú dobu.

- cold money – vypovedateľné peniaze – termínové peniaze, kt. majú výpovednú lehotu 24, 48 h, 7 dní, 1, 2, 3 mesiace

ad b)

KD dlhové inštrumenty majú sekuritizovaný charakter. Odlišnosti od obchodov .

Nie s peniazmi CB:

- KD dlhové inštrumenty sú vysoko flexibilné – predčasná možnosť umorenia
- sú obchodované na sekundárnych trhoch, kolíše im výnosová miera a tým vzniká riziko kurzové
- sú viac prístupné invest. verejnosti

### **Druhy KD inštrumentov:**

- **vládne poklad. poukážky** – emitujú sa za účelom krytia pokladničného schodku ŠR. Sú považované za bezrizikové CP – neexistuje riziko nesplatenia zo strany štátu, nízke kurzové riziko. Doba splatnosti je obvykle 12 mesiacov, ale môže byť aj niekoľko týždňov. Obchodované sú na diskontnej báze, sú to veľmi likvidné trhy. Investori pozorne sledujú trh s vlád. pokl. poukážkami, lebo výnosová miera je vnímaná ako bezriziková výnosová miera, kt. je východiskovým momentom pri určovaní výnosovej miery ostatných inštrumentov. Sú emitované pod NH, výnos je daný rozdielom medzi NH a emisnou cenou!! Nie sú tu vyplácané žiadne úroky!!!

Emitujú sa prostred. aukcií, kde majú prístup len vybrané banky a maklérske fy. Sekundárne obchody majú charakter mimoburzových obchodov – kótujú sa nákupné a predajné kurzy.

- **depozitné certifikáty** – emitujú B, doba splatnosti 12 mesiacov, sú obchodované na diskontnej báze. Delíme ich na:

- a) *veľkoobchodné* depoz. certif. – emitované vo vysokých NH, investori sú investičné fondy, poisťovne al. iní inštitucionálni invest. Existuje tu pre ne pomerne likvidný sekundárny trh.
- b) *maloobchodné* – nízke nominálne čiastky, určené pre drobných odberateľov bánk – vkladateľov

Depoz. certifikáty, kt. majú splatnosť 18 mesiacov, až 2 roky, nie sú ako štandardné dlhopisy.

Sú emitované s premenlivým zúročením – prispôsobuje sa aktuálnej úrok. miere.

Výnosová miera je vyššia ako z vládnych poukážok, lebo je viac rizikový a má vyššiu likviditu. Rozpätie medzi výnosom z vládnych a depozit. kolíše podľa toho, aký je stav dôvery voči bank. systému a ekon. cyklu.

- **komerčné papiere** – zmenka, kt. emitujú veľké korporácie, obchodované na diskontnej báze, doba splatnosti 1 – 270 dní. Sekundárny trh je vo vyspelých krajinách menší než pre predchádzajúce nástroje. Emisia papierov bola v minulosti záležitosťou veľkých fy, kt. vytvárali dcérske spol., prostr. kt. robili emisiu papierov a tak získavali prostriedky. V súčasnosti na trh CP prenikli malé a neznáme fy s nízkym úverovým ratingom a práve emisia papierov so založením aktív \* a s úverovou podporou, a tak mohli aj malé fy emitovať vlastné KP.

KP s úverovou podporou sú zaručené bankovou garanciou. V príp. insolventnosti emitenta uhradí hodnotu ...

\* vznikajú sekuritizáciou pohľadávok spol., kt. sú zhromažďované v balíčkoch, na kt. sú emitované KP a sú umorované z inkasovaných pohľadávok.

Výnosová miera KP sa pohybuje rýchlejšie ako úrok. sadzby B. Keď klesajú úrok. sadzby je výhodnejšia emisia KP než úver, lebo Ny na emisiu nám klesajú rýchlejšie (?)

KP rozdeľujeme:

- a) *priame* – predávané priamo investorom, emitujú ich veľké fy, kupujú ich inštitucionálni investori, je tu úspora sprostredkovateľských poplatkov
- b) *dílerské* – vydávajú menšie fin. spoločnosti, kt. využívajú služby sprostredkovateľov

Sekundárne obchody sú nízke, lebo investor si drží KP až do doby splatnosti – likvidita je pomerne nízka, výnosová miera je vyššia ako z vládnych poukážok, lebo sú viac rizikové a majú nižšiu likviditu. Sú emitované pod úrovňou primárnej úrokovej sadzby B.

### **Dlhopisy – kapitálový trh**

DD dlhové inštrumenty

- sú to CP vyjadrujúce dlžnícky záväzok emitenta voči každému držiteľovi tohto dokumentu, splatnosť je pevne stanovená. Cieľom emitovania je získať peň. prostriedky na dlhšiu dobu a je tu preferovaná istota, že veriteľ od svojho rozhodnutia neustúpi.

Z hľ. emitentov:

- a) *dlhopis verejného sektora* – vláda, mesto, obce – emitujú sa s cieľom získať DD prostriedky, financujú sa deficity rozpočtov. Niekedy sa využívajú na financovanie investícií, financ. špeciálnych úverových programov. Úrok sa vypláca z rozpočtu emitenta.

- b) *bankové* – samostatný druh pasívnych bankových obligácií
- c) *dlhopisy korporácií* – podnikový sektor, zvláštnym typom sú prašivé obligácie, kt. majú nižšiu kvalitu než štandardné

#### Náležitosti dlhopisu:

- skôr ako sa emituje, musí byť zverejnený prospekt, kt. poskytuje info pre invest. rozhodnutia:

1. *meno emitenta*
2. *mena*
3. *hodnota emisie*, predstavuje celkovú čiastku, kt. sa emitent pokúsi umiestniť, čím je vyššia, tým je vyššia likvidita
4. *rozdelenie emisie* – kt. hodnota je najmenšou jednotkou odoberateľnou pri emisii, počet kusov dlhopisov, čím je väčší počet dlhopisov, tým je väčšia prav. Likvidity
5. *forma dôchodkov*:
  - s pevným úročením (straight bonds) – po celú dobu má fixnú úrok. mieru
  - s premenlivým úročením (po vypršaní úrok. obdobia sa prispôbi)
  - s nulovým úročením – emitovaný pod NH
6. *doba životnosti* – časový interval, v kt. dlhopisy obiehajú na kapit. trhu – KD do 5 r., SD do 10 r., DD nad 10 r. – večné dlhopisy (kanada, VB) – nemajú určenú dobu splatnosti
7. *termín a doba upísania dlhopisu* – nové emisie sú upisované niekoľko dní. Dlhopisy môžu byť ponúknuté širokému publiku al. len niekoľkým
8. *emisný kurz* – cena, kt. ponúka emitent pri upísaní. Odchyľuje sa od NH, riadi sa platnou kurzovou situáciou
9. *splácanie* – základné metódy:
  - a) podľa umorovacieho plánu (je uvedený umorovací kurz)
  - b) podľa umorovacieho fondu
  - c) povinnosť spätného odkúpenia
  - d) výpoveď

ad a)

možnosti zostavenia plánu:

- pri jednorázovom umorení v dobe splatnosti má po celú dobu životnosti celú emisnú čiastku a vypláca pravidelne len úrok. Investor obdrží vložené prostriedky jednorázovo na konci doby splat. Umorovací kurz = NH al. dopredu určený kurz

ad b)

emitent sa zaväzuje ročne odobrať určité množstvo dlhopisov, za účelom ich umorenia na sekundárnom trhu. Správca verejnej ruky spravuje fond a vykonáva aj spätné odkupy na sekund. Trhu.

Ad c) emitent sa zaväzuje v určitom časovom intervale určené množstvo odkúpiť na sekund. trhu, ak kurz klesne pod určitú úroveň a tieto dlhopisy nesmú byť dané opäť do pohybu. Cieľom je ovplyvňovanie kurzového pohybu.

Ad d)

Predčasné splácanie dlhopisov. Právo môže byť dané v podmienkach. Výpoveď zo strany emitenta býva častá, pretože spláca dlhopis za nevýhodných podmienok a emitovať dlhopis za výhodnejších podmienok.

Konverzná ponuka – premena starých dlhopisov za nové, kt. majú inú dobu životnosti, úrok. sadzby. Veriteľ má právo voľby, buď prijme al. chce splatenie.

#### Záruky:

Splatenie sa uskutoč. a) *majetkom emitenta* – formálne obmedzenie vlastníckeho práva a prevedenie majetku na veriteľa, vlastníci dlhopisov majú nárok na predaj časti majetku emitenta, ak neplní svoje záväzky – záložné komunálne listy

b) *záruky iného emitenta* – záruky štátne, vo forme poistenia, pod

Forma dôchodkov signalizuje budúcu likviditu dlhopisov.

**Tranža** – celková čiastka emisie, kt. sú vydávané súčasne za rôznych emisných podmienok

Emisia dlhop. Podlieha štátnej regulácii. Klasickou metódou bol schvaľovací proces a udelenie povolenia u emitenta. Teraz sa uplatňuje len zriedkavo. Regulácia je zameraná len na to, aby invest. verejnosť bola informovaná. Opúšťa sa schvaľovací proces. Emitent má povinnosť registračnú a musí vydať prospekt.

Hodnotenie bonity emitenta sa robí prostr. špecializovaných spoloč. – rating – hodnotenie úverovej bonity dlhopis. emitentov, začiatky 20. stor. – Moody's investor service, Standard & Poors

- ohodnocujú KP, prioritné akcie, emisie zahr. vlád

Úlohou je posudzovať bonitu emitentov, nielen ju slovne popísať, ale podľa štandardizovaného systému ho zaradi do určitej skupiny.

### **Postup ratingu**

O rating sa požiada agentúra. Najprv je predbežný rating, ak s tým súhlasím, tak požiadam orgciu o oficiálny rating, kt. sa zverejní.

P6, 29. 10. 2002

## **INOVÁCIE NA TRHU DLHOPISOV**

- vyspelý kapitálový trh - dynamicky inovačný proces

- emitenti a investic. sprostredkovatelia začínajú vytvárať mnoho nových inštrumentov

### **Dlhopisy s premenlivým úročením [FRN - floated-rate notes]**

- 1. krát – 70. roky – na trhu euroobligácii

- v súčas. aj na národ. a medzinarod. trhoch

- inovácia – pravidelne sa prispôsobuje úrok. miere aktuálnej trh. situácii

- nová úrok. miera odvodz. pre ..... ur. periódu [3-6 mes.] z aktuálnej referenčnej úrok. sadzby

- referenčná úrok. sadzba sa zvyšuje o určenú prirážku

- domin. refer. úrok. sadzba na svet. FT / LIBOR / sadzba pre obchody medzi veľkými svet. bankami na londýnskom eurodol. trhu

- motív pre nákup FRN / možnosť podieľať sa na náraste hladiny úrokov

- pre FRN je typické, že vykazujú nižší pohyb kurzov ako u klasic. dlhopisov = doch. vyrovnávanie na aktuál. úrok. úroveň prostr. pravidelného vyrovnávania úrokov

- FRN – nižší výnos (nižšie riziko) vtedy, keď hladina úrokov klesá

- FRN – **niekoľko typov:**

FRN s *maxim. úrok. sadzbou* (je určitá maxim. úrok. sadzba, kt. nie je možné prekročiť)

FRN s *minim. úrok. sadzbou* (je urč. minim. úrok. sadzba, pod kt. nemôže ..... klesnúť)

FRN s *maxim. a minim. úrok. sadzbou* (úrok. sadzba sa pohybuje v dohodnutom rozmedzí)

FRN s *automatickou premenou na pevne zúročitelný dlhopis* (v prípade poklesu úrok. sadzby pod určenú úroveň sa pretransformuje na pevne zúročitelný dlhopis)

FRN s *premenou na dlhopis s krátkou dobou splatnosti* (majiteľ má po niekoľkých rokoch právo vymeniť dlhopis za iný dlhopis, kt. má kratšiu dobu splatnosti).

### **menové dlhopisy**

- pevne určené rozdielne meny pri upisovaní, umorovaní a platení úrokov

- špekulácia na odlišný vývoj 2 mien a úrok. sadziieb

- napr. emitujeme vo švajč. frankoch, aj úrok. platby; umorene v USD

- **rôzne druhy:** DMD bez opcí

DMD s opciami (investor má právo požadovať platenie úrokov a umorenie kapitálu v mene pôžičky al. podľa voľby v inej mene s dopredu určeným kurzom)

### **Dlhopisy s nulovým kupónom**

- dlžné úpisy vydávané pod nominálnu hodnotu

- v priebehu doby životnosti – žiadne úrok. platby

- pri umorení je splatná NH dlhopisu

- výhody: - dosahovaný vyšší kurz. zisk pri klesajúcom úrok. trende

- investor nemá starosti s investovaním ročných úrok. platieb

- nevýhoda – vysoké kurzové riziko vtedy, keď úrok. trend stúpa

### **Dlhopisy s čiastočným úpisom**

- kupujúci spláca v 2 splátkach

- zaplatí najskôr len časť NH, zvyšok po niekoľkých mesiacoch

- získava právo na dlh. plne zaplatené



**Indexované dlhopisy**

- chránené pred poklesom ich invest. hodnoty
- zabezp. hodnoty D a hodnoty úrok. platieb – viazanie na určitý index al. cenu (index ....., cena Au, Ag, index veľkoobch. cien, ...)

**Dlhopisy s indexovanými splatnými čiastkami (bull and bear bonds)**

- ..... kurz je závislý na vývoji akciových indexov, pričom dlhopisy sú emitované v 2 tranžách:
  1. .... pre investorov, kt. očakávajú nárast (bull tranža)
  2. investori, kt. očakávajú pokles akciových kurzov (medvede)
- nárast ..... hodnoty pre majiteľov 1. tranže musí viesť k poklesu ..... hodnoty pre majiteľa 2. tranže
- rôznor. konštrukcia – líšia sa výberom bázic. indexu
- emitujú sa s nižším úročením ako je trhová výnos. Miera – investori očakávajú dodatoč. zisk z pohybu umor. kurzu

**Stripped bonds**

- rozdelené na 2 časti: - úroková časť  
- istina
- sú CP na 2 časti, predávané oddelene
- úrok. časť = charakter anuitného dlhopisu
- časť zast. istina = charakter dlhopisu s nulovým kupónom
- 1982 – vládne inšt. nesmeli emitovať dlhopisy s nulovým kupónom
- = synt. vlád. dlhopisy s nulovým kupónom  
tigers (Merryl Lynch)  
cats (Solomon Brothers)
  - nakúpili vládne dlhopisy
  - vydali CP, kt. nárok na úrok. platby vlád. dlhopisu a súčas. CP, kt. stelesňovali nárok na istinu
- coupon stripping – proces oddelenia kupónov
- napr.: 20 rokov, 10%, úroky vyplácané polročne
- CF 40 polroč. úrok. platieb v hodnote 5 mil. USD
- Istina 180 mil. USD
- na tieto 2 skupiny rôznych CF – 2 typy dlhopisov:
  - dlhopis typu annuity
  - dlhopis s nulovým kupónom
- proces zbliekania dlhopisu – nedôvera a kritika zo strany americkej vlády – v počiatku sa syntet. vlád. dlhopisy s nulovým kupónom stali rizikovým CP
- tlak na invest. banky, aby prestali zbliekať dlhopisy
- Fed ich považovala za nežiadúce
- regulatívne orgány – pochopili zmysluplnosť – výhoda pre vládu
- zvýšil sa dopyt po vládných dlhopisoch
- 3 roky potom (1985) – samotné vládne inštitúcie budú emitovať dlhopisy
- invest. banky, kt. stripped bonds do života, vláda vytlačila z trhu

**Dlhopisy s nízkou hodnotou ratingu (junk bonds)**

- prašivé dlhopisy
- rating na neinvest. úrovni = zhoršila sa finanč. situácia emitenta
- „padlí anjeli“ – fallen angels
- novozačínajúca firma je považovaná za viac riziková – v neinvestič. úrovni
- na prašivé sa premieňajú dlhopisy tých firiem, kt. presiahli prijateľ. hranicu zadĺženosti
- expandovali v 80. rokoch
- zač. 90. rokov – zvýšil sa objem obchodovaných prašiv. dlhopisov
- existovali aj predtým – len tie, kde sa znížila bonita emitentov
- po 80. rokoch – cielene emitované
- banka vytvorila sekundárny trh = zvýšila sa likvidita
- 90. roky - problémy
- 90 – 91 – zrútili sa kurzy prašiv. obchodov (20 – 30%) = hospod. recesia – zvýš. miera bankrotov emitentov dlhopisov s nízkym ratingom = problémy invest. banky, kt. vytvorila sekund. trh – dôvera k banke otrasená

- 1992 – skončenie recesie – trh praš. obligácií sa spamätal, expandoval spolu s ekon. cyklom
- z hl. kurzového chovania sa prašivé dlhopisy chovajú podobne ako akcie – extrémne veľký vplyv - správy, plnenie dlh. záväzkov, finanč. emitentov
- sú z hl. výnosu atraktívnou investíciou – výnos. miera prašivých dlhopisov vyššia ako výnos. miera dlhopisov investič. stupňa (4 – 10% ročne)
- z hl. finanč. politiky korporácií – **výhody tejto formy financovania:**
  - *presúva riziko z bank. firiem na investič. publikum* (ak banky poskyt. rizik. úvery, negatívny vplyv na vkladateľov, postihnutí sú aj daňov. poplatníci)
    - trh prašivých obl. umožňuje, že riziko vezmú na seba len investori, kt. prašivé obl. chcú
  - *každá banka sa bráni poskytovaniu extrémne DD úverov* ( výhodnejšie sú pre banku KD úvery), práve prašivé obl. umožňujú získať DD zdroje
  - *oceňovanie úverov* robí vždy vymedzený okruh jej analytikov, na oceňovanie prašiv. obligácií – veľké množstvo investorov – všetci na sekundárnom trhu
- cez prašivé obligácie sa v súč. financujú akvizície a nepriateľské prevzatia
- **konkrétne formy:**
  - *dlhopisy s odloženými úrok. platbami*
    - prvým rokom nie sú vyplatené úroky, emituje pod NH
    - v 1. fáze – dlhopis s nulovým kupónom
  - *dlhopisy s rastúcou úrok. sadzbou*
    - úrok. sadzba sa postupne zvyšuje
  - *dlhopisy s voľnou formou platenia úrokov*
    - právo voľby formy výplaty úrokov (v hotovosti, ďalší dlhopis, kde NH = čiastka, kt. sa dlhuj
    - právo voľby emitenta je časovo obmedzené na 5 – 10 rokov
  - *dlhopisy s možnosťou zmeny úrok. sadzby*
    - emitent môže zmeniť úrok. sadzbu tak, aby sa dlhopis obchodoval za dopredu určenú cenu
    - návrh. invest. bankami – zohl. zmenu úrok. sadzby a zmenu bonity emitenta
- skupina ekonómov, kt. považujú prašivé obligácie za negatívny jav
- rast trhu dlhopisov špekulatívneho charakteru sa nezohoduje s rastom volatility
- = efekt. nástroj na presun rizika z bank. sektora na tých investorov, kt. sú ochotní riziko akceptovať

### **ZVLÁŠTNE DRUHY DLHOPISOV**

#### **Záložné a komunálne listy**

- nemajú masový charakter, typické pre určité regióny (nem., rak. a dánsky FT)

#### **Záložný list**

- dlhopis krytý DD hypoték. úverom
- emisiou ZL získavajú firmy zdroje, k. slúžia k poskytov. HÚ

#### **Komunálny list**

- krytý zabezp. komunálnymi úvermi, zdroje použ. na poskytov. úveru miestnym orgánom
- vo vyspelých štátoch ich môžu emitovať len firmy, kt. vlastnia koncesiu pre ich vydávanie – tvrdé regulačné pravidlá

### **REÁLNE INŠTRUMENTY**

- ❖ drahé kovy
- ❖ nehnuteľnosti
- ❖ umelecké zbierky

- predmet investovania inšt. investorov – ak sa zvyšuje riziko, miera inflácie

#### **Motívy investovania do reálnych inštrumentov**

1. snaha zabezpečiť sa proti inflačnému znehodnoteniu ( v období zvýšenej inflácie bolo investovanie do zlata a nehnut. ako nástroj hedgingu proti znehodn. Kúpnej sily)
2. diverzifikácia (rozptýlenie) rizika (RI – atraktívne, výn. Miera sa pohybuje nezávisle na výnos. miere z finanč. nástrojov)
3. zabezpečenie sa proti strachu (RI – trvalé uchovanie majetku –komunizmus, teror, vojenský al. nacionálny puč)
4. vlastníctvo RI okrem výnosu prináša majiteľovi životné / umelecké zážitky

**Nevýhody:**

- neexistuje likvidný a efektívny sekundárny trh
- transakčné Ny pri kúpe al. predaji RI sú vyššie ako pri finanč. inštrumentoch
- pre investorov, kt. sú dôchodkovo orientovaní, sú RI neatraktívne – neziškajú žiadne bežné dôchodky
- RI je potrebné „skladovať“ – vysoké skladovacie a poisťovacie Ny

**Zlato**

- zlatý štandard

= demonetizácia zlata – AU je v súčasnosti investícia

- štruktúra P a D po zlato:

- P:** ne zlato  
 Rozpredávanie zásob zlata  
 Predaj starého zlata  
 Predaj zlata štátu býv. komunist. Bloku
- D:** elektron. a klenotnícky priemysel  
 Tezauračný priemysel

Najväčší producenti zlata:

1. JAR, 2. USA, 3. býv. ZSR, 4. Austrália, 5. Kanada, 6. Čína, 7. Brazília, 8. Kolumbia, 9. Chile, 10.

**Cena zlata na svetových trhoch**

- úzka korelácia s nebezpečenstvom vojen a politic. nestability

- ekonom. nestabilita – cena zlata rastie pri recesii

- Investovanie do zlata:** a) *zlaté prúty*  
 b) *papierové zlato*  
 c) *zlaté mince*  
 d) *akcie zlatých baní*

ad. A)

- podoba zlatých tehál
- investovanie do fyzického zlata
- najväčší trh - Londýn
- neorganizovaný trh
- 14 tvorcov trhu – kontinuálne obchodovanie celý deň
- 2 stupeň – spoločenstvo 5 firiem
- fixing ceny zlata na základe aukcie (2-krát denne)
- promptné transakcie
- 1 bar = 400 trójskych uncí
- cena zlata je kótovaná v USD
- obchoduje sa so zlatom (londýnsky trh zlatých prútov)
- regulácia – Bank of England

**Zurichský zlatý trh**

- mladší
- 30. roky 20. storočia – reputácia s obchodmi so zlatými mincami, posilnili sa po 2. SV
- 1 tehla = 12,5 kg zlata
- Zürich – začal ponúkať miniatúrne zlaté tehličky  
 tola bars – populárne (Pakistan, India, Nepál, Malajzia) m = 116 g zlata
- nepodlieha regulácii, nie je inštitucionalizovaný
- obchod s novovytvoreným zlatom
- kotácia cien – USD
- + NY, Singapur

ad. C)

- atraktívny investičný a zberateľský inštrument
- 1. *tezauračné* – nemajú zberateľskú hodnotu (hodnota = množstvo zlata v minci a trhovú cenu zlata)
- 2. *numizmatické* (zberateľská hodnota)
- 80% mincí – numizmatický charakter

- obchody uskutočňujú banky, firmy CP, špecializované obchody, klenotníci

- najviac obchodované mince:

Krugerrand – JAR zlatá minca, 1 trójska unca, tezur., 197 – v obehu 30 mil. ks = fin. cena zlata na lond. trhu + prirážka

Sovereign – britská, 1817 – až do 1. SV oficiál. plat. prostr., 8,32 g, 1 mld mincí v obehu, minca má zberateľskú hodnotu

Maple Leaf – kanadská, 1889, tezuric. charakter

Cervonec – ruská zl. minca, replika mince emitovanej v 20. rokoch v Rusku žiadaná na švajč. trhoch

P7, 5. 11. 2002

Ad. B)

### **Papierové zlato**

- nedochádza k efekt., plneniu – špekulácia na pohyb ceny zlata, snaha zabezpečiť sa pred volatilitou ceny zlata

- Zlaté futurity
- Zlaté opcie
- Zlaté warranty ?

- v prevažnej väčšine sa obchoduje na burzách

- najvýzn. – komoditná burza - NY

ad. D)

### **Akcie zlatých baní**

- spoloč., kt. ťažia zlato

- výnos. miera – opačný pohyb ako výnos. miera iných druhov akcií

- nástroj diverzif. rizika

- ovplyvňovaná vývojom cien zlata

- pri výbere rozhod. faktor:

- výška produkčných Nov (bane s nízkymi produkč. Ni sú menej rizikové, ak rastie cena zlata. TC ich akcií nestúpa tak rýchlo ako u baní, kt. sa pohybujú na hranici produkč. Nov, špekulatívne - )
- množstvo zásob zlata
- životnosť bane
- očakávaný vývoj cien zlata

- obchoduje sa na lond. Burze – najviac obchodov – juhoafrí., USA, kanadské, austrálske

- juhoafrické – najväčšie spoločnosti, veľké politické riziko, dlhá životnosť baní

- USA, Kanada – nie je polit. riziko, krátka životnosť baní

- Austrália – urč. politické riziko, pomerne krátka životnosť, vysoké Ny

- investovanie do iných drahých kovov

### **Striebro**

- nástroj hedgingu – londýnsky trh

### **Diamanty**

- populárny invest. inštrument v Európe

- obchody sú pod kontrolou JAR – kontroluje až 80 % obchodov s diamantmi

- atraktívna investícia – 70.-80. roky – drahé kovy mali podstatne vyššiu výnosovú mieru ako akcie

### **NEHNUTEĽNOSTI**

- do nehnuteľ. začali investovať aj firmy CP – zvýšený dopyt investorov

- penzijné fondy vo vyspelých štátoch - 10% nehnuteľ. v portfóliu

- dôvody: 1. nástroj hedgingu proti inflácii

2. výnosová miera z nehnuteľ. v je v dlhom čas. období rovnaká ako výnos. miera z akcií

- u akcií je podstatne väčšie riziko ako u nehnuteľ.

- na trhu N – investovať: individuálne al. prostred. investičných fondov

- rozdiely:

*akcie*

- obchodovanie na likvid. trhoch s veľkým množstvom infcií
- existuje konkurencia, kt. prispieva k efektívnemu fungovaniu

*nehnutelnosti*

- na trhu neexistuje dostatok infcií
- n nie sú vzájomne zastupiteľné
- akciové nástroje – evidovaná cenová história – dá sa kalkulovať ex-post výnos a riziko
- cena N – len niekoľko subjektov na základe individ. dohody
- rôzna miera likvidity

**Umelecké zbierky**

- dôvody investovania ako zlato a nehnuteľ. (zabezp. proti inflácii, diverzifikácia rizika)
- najviac sa obchoduje:
  - čínska keramika
  - obrazy
  - známky
- výnos. miera – patrila k najvyšším
- vysoké poisťovacie a skladovacie Ny

**FINANCOVANIE AKCIAMI****KA**

- ich majiteľ má právo na výplatu dividendy – nemá zaručenú ich výšku
- CP s pohyblivým výnosom
- trhová cena KA je pohyblivejšia ako sú ceny obligácií al. PA
- KA – trvalá, permanentná forma fin. investícií - externá
- **špecifiká:**
  - niekoľko tried KA, kt. sa líšia hlasov. právom vlastníkov
    - tr. A – bez hlasov. práva al. s obmedzeným hlasovaním
    - tr. B – je možné hlasov. právo
    - cieľ: získanie kapitálu a udržanie kontroly pôvodnými vlastníckmi
  - firma môže uskutočniť **štiepenie (delenie) KA**
    - ak mngt pociťuje, že KA by sa lepšie predávali za zníženú trhovú cenu
    - 2 : 1 (počet A sa zvýši dvojnásobne, cena 1 akcie klesne na 1/2, zníži sa aj NH) na kapitál. štruktúre firmy sa nič nemení
    - sprevádzané zvyšovaním úrovne dividendy na 1 akciu
    - štiepenie akcií – signalizuje dobrú finanč. pozíciu firmy
    - = trhová cena KA neklesá priamo úmerne zvýšenému počtu akcií
  - v niektorých a. s. – dividendy vyplácané v podobe nových akcií (akciové dividendy) – zvýši sa počet KA pre súčas. akcionárov = úmerný pokles trhovej ceny akcie, akciové dividendy
  - nekladú nároky na existenciu pohotových peňaz. prostriedkov (na začiatku existuje firma – veľká potreba VK, pre efektívne invest. )
  - a. s. uskutoční spätný nákup nimi emitovaných akcií (zadržané vlastné akcie)

**Dôvody:**

- snaha firmy zabrániť poklesu TC akcie
- snaha o prevod výnosov vo forme peňaz. dividend na formu kapitál. ziskov
- fin. reštrukturalizácia (fi použije výťažok z emisie dlh- na spätné odkúpenie vlastných KA – cieľ získať výhodu z väčšej zadĺženosti)
- zníženie rizika nepriateľského prevzatia fy (rast trhovej ceny – P znižuje navonok svoju atraktivitu pre investorov)

**Výhody financovania prostredníctvom KA**

- neexistuje pevný záväzok na úhradu dividend
  - prax – fy sa snažia o politiku stabilizácie dividend
  - možnosť vyššieho stupňa flexibility vo finanč. plánoch
  - v praxi – menej rizikové ako financovanie prostr. PA al. dlhopisov
  - fy – v kapit. štruktúre je pomerne vysoká úroveň zadĺženosti, znižuje sa priemer. NK
- ľahšie sa dajú predať na KT ako akcie a dlhopisy



**Nevýhody:**

- KA sú riskantnejšie z pohľ. investora = žiada vyššiu výnosnosť K = zvyšujú sa Ny na získanie kmeň. kapitálu v porovnaní s priam. K alebo dlhopismi
- dochádza k „rozriadeniu“ výnosov na 1 akciu – aktíva získané finanč. prostr. KA neprinášajú okamžité výnosy
- emisné Ny spojené s upisovaním sú vysoké
- emisia KA rozširuje hlasov. právo na ďal. akcionárov, t. z., rozširuje sa kontrola mngtu firmy (príliš veľká emisia – nepriateľské prevzatie)

**PA:**

- DD zdroj
- medzi KA a dlhopisy
- priorita pri výplate dividend pred KA, nie z hľ. výšky dividendy
- PA – vlastný kapitál podniku
- PA nie sú vždy splatné, pretože nároky majiteľov PA sú až za nárokmi veriteľov
- spoločné črty s dlhopismi:
  - majiteľ PA nemá hlasov. právo (právo podieľať sa na riadení)
  - dividendy sú spravidla pevne určené, prinášajú pevný výnos
- PA – zaradované do skupiny tzv. hybridného financovania
- u PA dochádza k tomu, že sú často sťahované z obehu (prebieha asi ako stiahnutie emitov. Podnik. obligácií)
- trhová cena PA je často rovnaká ako nominálna cena vyznačená na akcii (menšie odchýlky ako u KA) – mení sa v súvislosti s úrok. mierou K al. ho môžu ovplyvňovať aj vysoké dividendy z KA
- pohyblivosť výnosu PA – na základe dopredu určených pravidiel (upravujú sa v určitom pomere k výnosu)
- PA – pohyblivý výnos (80. roky)
- kumulácia dividend – ak fy nemôže z nejakých dôvodov vyplatiť prioritné dividendy, nemôže vyplácať dividendy z KA, kým nevypláti dividendy z PA za predchádz. roky (nárok na dividendy sa kumuluje)
- majitelia PA nie sú voliteľ – ak fi DD nevypláca dividendy z PA, majú právo na účasť na orgánoch spoločnosti
- u niekt. typov PA
  - možnosť budúcej konverzie na KA
  - možnosť práva emitenta odkúpiť akcie od ich majiteľov
- PA
  - vo verejnoprospešných firmách
  - fy v etape vysokej invest. expanzie (KŠ neumožňuje d. zadĺženie a súčasne by klesali ceny KA pri raste kmeň. kapitálu)
  - vo veľkých KB

= **dôvody financovania prostr. PA:** relatívna stabilita divid. pri raste zisku zabezpeč. rast kapitálu bez vplyvu majiteľov

- keď sa nevyplácajú divid. z PA menej vážne dôsledky ako keď fy nestačí uhrádzať záväzky z úverov
- nižšie nároky na výplatu dividend ako u KA
- **nevýhody:** keď klesne zisk, emitent musí uhradiť dohodnutú, stabil. dividendu

**Zamestnanecké akcie**

- vydávané len zamestnancom
- výhodné podmienky:
  - nižšia cena
  - výhodný systém splácania
  - výplata dividend
- obmedzená prevoditeľnosť
- zainteresovať ZCov na HV firmy
- z hľ. financ. rozvoj. potrieb firmy

**RIZIKOVÝ ROZVOJOVÝ KAPITÁL**

- u menších a str. fy – sťažený prístup na KT, nedostatok invest. zdrojov
- vkladajú prostr. rizikového fondu

- verejne neobchodovateľné firmy
  - fond rizikového kapitálu
    - financovanie počiatoč. Činn. firmy
    - financovanie inovačného podnikania (vyššie riziko)
  - primárni investori rizik. K: inštitucion. Investori (KB, penzijné fondy)
  - fond RK spravuje účelovo spol. – stará sa o zhromažď. Peňazí a ich alokovanie na projekty
  - zástupcovia investorov – rozh. právo, kde zdroje umiestniť
  - obvykle si najmú poradenskú spoločnosť
  - fond RK poskytne finanč. prostr. klientskej spoloč., kt. sa uchádza o L (projekt, ...)
- = priamy vklad do základ. kapitálu – peňaž. prostr. sa poskytujú postupne v nadväznosti na splnenie čiastk. úloh projektu
- požad. priame zastúpenie v orgánoch spol. – môžu mať právo veta v niektorých otázkach
  - investori vyžadujú vysokú výnosnosť invest. projektov: 30 – 35% (len malá časť klientely sa k tomu približuje)
  - podiel skutočne úspešných projektov je minimálny: 5 – 15%
  - rizik. K nezostáva vo fy natrvalo = **exit** (vystúpenie) z klientskej spoločnosti – až potom je možné zhodnotiť celk. výnosnosť = spôsob exitu ovplyvňuje výnosnosť
- Exit**
- umožňuje fy spätne odkúpiť podiel investora
    - predaj podielu inej firme
    - spoločnosť vstúpi na burzu CP
  - vystúpenie fondu RK – dohodnutý už na začiat. rokovaniach
  - ak je projekt neúspešný – investori predávajú svoj podiel za podstatne nižšiu cenu al. likvidácia fy a predaj jednotl. A
- niekoľko typov:**
- *neštandardné (zárodočné) financovanie*
    - financovanie 1. krokov v podnikaní – na vývoj nových výrobkov, prieskum trhu, patent. Ochranu, prípravu podn. plánu
    - rizikové, dlhá doba návratnosti
    - málokedy
  - *štandardné financovanie*
    - založenie fy – nákup 1. zásob a pod.
    - riziko invest. vysoké – fondy RK sa mu vyhýbajú
  - *financovanie rozvoja podniku*
    - počiatočného rozvoja (fy existuje krátku dobu a má nízky zisk)
    - neskoršieho štádia rozvoja (fy chce expandovať prost. inovácií, príp. sa uplatniť na nových trhoch)
- väčšina fondov RK – financovanie neskoršieho rozvoja podniku

### **Náhradné financovanie**

- prefinancovanie dlhov RK, ak sú klientské fy zadĺžené a väčšinu prostriedkov používajú na splácanie úrokov -

### **Transakčné financovanie**

- nákupy iných spoloč. al. ich častí, fúzie
- financov. Už fungujúcich fy s dobrými výsledkami, nízke riziko – obchod. všetky fondy

### **Záchranné financovanie**

- financovanie fy, kt. má existenčné problémy
- ak existuje šanca na záchranu podložená kvalitným programom budúceho rastu

RK – poskytov. prostriedkov na rozvoj fy a vlastnicke transakcie

- niekedy sa angažuje aj štát

### **Výhody:**

- pomerne rýchla realizácia nádejných invest. projektov
- posilňuje sa VK firmy (aj keď sa mení vlastnícka štruktúra)
- poskytuje aj invest. inície a poradenstvo

### **Nevýhody:**

- rozširuje sa počet vlastníkov (zasahovanie do strateg. rozhodovania)
- požaduje sa vysoká výnosnosť

Slovenský KT

- fondy RK – vznikajú s pomocou zahraničia al. z iniciatívy vlády
- existuje dost' efektívnych projektov

### **SPÔSOB A PODMIENKY EMITOVANIA AKCIÍ**

A – *súkromná / priama emisia* (nižšie emisné Ny)

B – *verejná emisia* (väčšie a. s., ich akcie sa obchodujú na burze al. voľne prístup. KT)

C – *predaj exist. akcionárom na základe predkupného práva* (v prípade zvýšenia K a. s. dostatočnou emisiou akcií, nové akcie sú prednostne ponúkané súčas. akcionárom fy)

- sprostredkovatelia

- sa invest. sprostr., vypracuje sa program

- registrácia

- prospekt

- umiestnenie (predaj) akcií

P9, 19. 11. 2002

### **FINANČNÉ INOVÁCIE (FI) A DERIVÁTY (FD)**

Na fin. trhoch prebieha fin. regulácia – nestabilita trhov a rast rizík subjektov. Začínajú sa objavovať nové produkty, nástroje, postupy = FI. FI definujeme ako uvedenie nových produktov, postupov na trh + nasadenie známych produktov a postupov v nových kombináciách a oblastiach použitia. Cieľom je eliminovať finanč. riziká a snahy dosahovať zisk.

#### **Príčiny vzniku FI:**

- snaha vyhnúť sa rastúcim finanč. rizikám, ich rozložením, prenesením na iné subjekty al. inými spôsobmi ich zmiernenia

- snaha špekulačne využiť nové možnosti dosiahnutia zisku

- snaha reagovať na regulačné opatrenia štátnych a iných orgánov

- snaha komerčne využiť možnosti, kt. núka súčasne rozvoj techniky

Najúspešnejšie sa rozvíjajúcimi FI sú rôzne typy FD a spôsobov ich využívania pri konštrukcii fin. rozhodovania, slúži k ich uplatňovaniu v ekon.

FD sú nástroje, kt. hodnota je odvodená od hodnoty podkladového nástroja – akcia, obligácie úrok. miery, meny, burzové indexy.

a) FD termínovaného trhu (užší zmysel slova)

b) Kombinované a syntetické finanč. nástroje (D v širšom slova zmysle)

Ad. a)

Majú niekoľko spoloč. charakteristík = ide o obchodovanie s právami, právom kúpiť al. predat' isté aktívum, resp. získať isté plnenie; vždy ide o určitú formu termínovaného kontraktu, plynie tu istá lehota; k uzavretiu kontraktu môže dôjsť vtedy, keď zmluvné strany majú rozdielne očakávania; aby mohol existovať obchod s typmi D, je nevyhnutný dostatočne likvidný trh podkladových aktív.

#### **Základné typy D – forwardy, futurity, opcie, swapy**

**Forward** – neštandardizovaný termínový kontrakt uzatváraný mimo burzu, objekt obchodu, cena, termín plnenia, podmienky dodania a fin. vysporiadania závisia od dohody zmluv. strán.

**Futurity** – termínované obchody uzatvárané na burze, burza určuje objekty obchodovania a zákl. podmienky kontraktu

**Opcia** – právo kúpiť al. predat' podkladové aktívum vo vopred dohodnutom termíne a za dohodnutú cenu = prémii, kt. platí kupujúci predávajúcemu (vypisovateľ opcie). Súčasne si kupuje právo odstúpiť od kontraktu. Obchoduje sa s nimi na burze aj mimo nej.

**Swap** – zmluva medzi 2 subjektami o tom, že si v budúcnosti vymenia fin. aktíva al. plnenia vopred odsúhlasenými pravidlami. Menové a úrokové. Neštandardizované kontrakty, s kt. sa obchoduje mimo burzy.

Ad. b)

Zahŕňa najrôznejšie varianty zákl. nástrojov kapit. trhu + produkty vzniknuté s kombináciou produktov obchodovaných na termínovom trhu.

Syntetické FN sú typické tým, že ich kombinácia vytvára rizikový profil a profil CF.

### **Stratégia finančného investovania**

Označujú spôsob a ciele získavania finanč. aktív (FA) a ich derivátov. Spôsob získavania chápeme ako typy obchodov, kt. investori FA nadobúdajú. Líšia sa časovým rozpätím:

- a) *promptné obchody*
- b) *termínové obchody*

ad. a)

na spotovom trhu. Nasleduje jeho realizácia hneď pri uzatváraní. Po dohode predávajúceho a kupujúceho nasleduje dodanie CP a jeho zaplatenia. Ak ide o listinný CP, jeho prevod sa uskutoční jednoduchým odovzdaním. Dematerializované CP – previesť CP s plnením registrácie prevodu – zápisom na účte predávajúceho i kupujúceho na Stredisku CP. Zúčtovanie obchodu, úhrada kúpnej ceny, sa vykoná podľa podmienok zmluvy. Ak je realizovaný na burze, riadi sa burzovými poriadkami, mimo burzy – trhovými poriadkami.

Ad. b)

Uzavretie obchodu je časovo oddelené. Prevod CP a úhrada ceny sa uskutoční po uplynutí času, kt. sa dohodne pri uzavretí kontraktu. Keď sa partneri dohodli, hovoríme o otvorenej pozícii. Krátka pozícia je pozícia predávajúceho, dlhá je pozícia kupujúceho. Uzavrieť pozíciu znamená splniť podmienky kontraktu jedným zo spôsobov.

Termín, kt. sa , ašpiračný termín.

Suma otvorených pozícií = otvorený záujem. Krátky predaj – predávajúci predáva CP, kt. nevlastní, ale kt. si požičal a po uplynutí lehoty ho musí vrátiť.

#### **Ciele získania FN:**

1. *maxim. zisku*
2. *minim. rizika*

Keď tvoríme strat., musíme voliť kompromis podľa toho, aký význam dávame cieľom:

a) strat. prednostne zamerané na dosahovanie zisku (tradingové, arbitrážne strat. A strat. tvorby optimálneho portfólia)

b) strat. zamerané na znižovanie rizika (hedgingové strat. – strat. zamerané na odvrátenie investičného rizika, strat. zabezpečujúce hodnotu portfólia CP)

ad. a)

tradingové stratégie – strat. zamerané na dosahovanie vyššieho zisku za čo najkratší čas s čo najnižším ziskom. Majú špekulatívny charakter. Zákl. stavebné prvky sú prvotné fin. aktíva – akcie, depozity + fin. deriváty. Dochádza tu ku kombinácii týchto prvkov. Každá strat. je produktom zodpovedajúcim preferenciám investora a jeho vzťahu k riziku. Sú trhové očakávania investora. Keď predpokladá rast kurzu akcií, ....., vytvára stratégiu, kt. mu umožní z toho rastu profitovať => býčie

stratégie. Ak očakáva pokles – medvedie stratégie.

Ak stratégia obsahuje len 1 izolovaný kontrakt al. je zložitá kombinácia kontraktov, delíme ich na:

1. *singulárne*
2. *kombinované*

ad. 1)

typické tým, že subjekt kupuje al. predáva primárne F aktívum, FD s cieľom dosiahnuť zisk. Ide o samostatnú operáciu, kt. nie je spojená s inou transakciou. Obchoduje sa s akciami, obligáciami, zlatom.

Akcie: špekulačné obchody sa uskutočňujú s ohľadom na očakávané zmeny ich cien. Ak sa očakáva rast, špekulant nakupuje akcie. Jeho záujmom je v krátkom čase akcie predat' a inkasovať rozdiel – býci. Ak sa očakáva pokles => 2 varianty:

I. ak akciu vlastní, tak ju predá, aby ju v krátkej budúcnosti kúpil späť lacnejšie.

II. ak ju nevlastní, môže profitovať krátkym predajom – papier si vypožičia na krátky čas a predá ho s tým, že ho po poklese kurzu kúpi a vráti ho. Kurzový rozdiel je jeho zisk.

Singulárne stratégie pri obchodovaní s FD majú ten význam, že pre dohodnuté budúce obdobie fixujú cenu podklad. aktíva, nástroja. Využívajú sa ako nástroj zabezpečovania pozícií partnerov, sú nástrojom hedgingu. Môžu v rôznej miere slúžiť na dosahovanie špekulačných ziskov. Ny na ich nákup tvoria len niekoľko % z ceny podkladov. aktíva.

ad. 2)

kombinované stratégie zahrňujú súčasné vykonanie viacerých transakcií so spol. cieľom – dosahovanie čo najvyššieho zisku za pomerne krátky čas pri súčasnom obmedzení rizika na úroveň, kt. je špekulant ochotný akceptovať. Skladá sa z najrôznejších derivátov, kombinácia derivátnych obchodov s kúpou a predajom CP al. drahých kovov. Každá kombinovaná stratégia je originálnym dielom obchodníka s CP, aby čo najlepšie uspokojil požiadavky svojho klienta. Najčastejšie sú v kombinácii zahrnuté futurity a opcie.

### Arbitrážne stratégie

- dosahovanie zisku využívaním cenových rozdielov rovnakého aktíva obchodovaného na 2 al. viacerých trhoch.

Arbitrážér kúpi nástroj na trhu, kde je cena nižšia a predá na trhu, kde je cena vyššia. Znáša len minim. riziko, lebo sa transakcia realizuje skoro v rovnakom čase. Je to takmer bezriziková transakcia. Vznikajú v dôsledku nedokonalosti trhu.

Na rozvinutom trhu sú rozdiely veľmi malé a trvajú krátko. Atraktívne sú pre veľké objemy transakcií. Využívajú ju hlavne členovia burzy, lebo investori, kt. nemajú priamy prístup na burzu, môžu mať vyššie transakčné Ny ako zisk.

Bezrizikové stratégie využívajú cenové rozdiely na:

- a) *promptnom trhu*
- b) *na promptnom trhu a termínovanom trhu*
- c) *na termínovanom trhu*

a) zemepisná arbitráž – týka sa konkrétnych komodít (zlata, CP). V prípade CP vznikajú vtedy, keď je CP kótovaný na 2 al. viacerých burzách a ak sa kurz papiera na jednot. trhoch líši. Obchod sa vyplatí, keď kurzový obchod > ako Ny spojené s transakciou.

Na devízovom trhu – ak sa kurzy cien na rôznych trhoch líšia. Vznikne pod vplyvom KD výkyvu relácií ponuky a dopytu po určitej mene.

b) zákl. typy sú: I. cash and carry (kúp a prenes do budúcnosti)  
II. reverzná arbitráž cash and carry

Ad. I) ak je cena termínovaného kontraktu na aktívum nadhodnotená v porovnaní s promptnou cenou daného aktíva. Kúpi aktívum na promptnom trhu a predá futuru.

Ad. II) ak je cena termínovaného kontraktu podhodnotená v porovnaní s jeho promptnou cenou. Aktívum predá na krátko a kúpi si futuru na aktívum.

Arbitráže možno využiť aj pri použití opcii.

c) dá sa realizovať, ak sa objavia rozdiely pri ocenení nástrojov na 1 termínovom trhu, pri ocenení rovnakého nástroja na 2 al. viacerých termínových trhoch.

### Riziková arbitráž

- ak sa realizuje kúpa spol., kt. má byť prevzatá a realizuje sa predaj akcií preberajúcej spol. Fúzia sa uskutoční na zákl. dohody strán al. nákupom majority akcií bez súhlasu vedenia. Zvyšuje sa dopyt po akciách cieľovej spol. a zvyšuje sa jej kurz. Na zvýšenie kurzu stačí rozšíriť správu, že spol. sa stane súčasťou inej spol. Arbitrážér predá na krátko akcie preberajúcej spoločnosti s nádejou, že ich bude musieť po uplynutí lehoty vrátiť tomu, kto mu ich požičal (maklérska fy). Súčasne kúpi futurity al. kúpnu opciu na akcie preberajúcej fy, čím si zabezpečí ich kúpu za súčasnú cenu, pričom očakáva rast kurzu. Ak sa fúzia neuskutočnila al. rast akcií poklesne, arbitrážér utrpí veľkú stratu.

P10, 26. 11. 2002

### Hedgingové stratégie

- zamerané na zmierňovanie, eliminovanie fin. rizík ekon. subjektov pri súčasnom na dosiahnutie zisku ako sekund. cieľa. Fin. riziko sa chápe ako merateľná možnosť fin. straty al. nedosiahnutia urč. výsledkov.

3 zákl. spôsoby zmierňovania: a) *poistenie*  
b) *man. A a P*  
c) *hedging*



Ad. a)

klasická stará forma, možno ju uplatniť, ak ide o poistiteľné čisté aktíva, kt. je vystavený dostatočne veľký počet subjektov, pri kt. výskyt rizikových alternatív dostatočne pozitívne korelovaný. Čisté riziká predstavujú možné straty. Mnohé riziká nie sú poistiteľné, cenové riziká, rast cien surovín (plošne postihne všetkých, je plne pozitívne korelované), pokles cien surovín (pre spotrebiteľa znamená zisk).

Ad. b)

Snaží sa minim. kurzové a úrokové riziká, kombinujú sa A a P, príjmy a výdavky. Zmeny úrok. miery (je to podobné) – ak P získal úver pri pohyblivej ÚM, je vystavený riziku, že v priebehu existencie dlhu, sa ÚM na fin. trhu zvýši a P bude musieť platiť vyššie úroky. Elimináciu dosiahne, ak má zodpovedajúcu výšku pohľadávky, kt. prináša výnos pri poh. ÚM a termíny splatnosti úrokov sú totožné. Vytváranie pre jednotl. položky A položky P pri zodpovedajúcom objeme, úrok. miere, mene a termíne splácania a naopak, pre jednotl. položky P tvoríť A.

Ad. c)

Hedging – zmiernovanie, rozkladanie a prenášanie fin. rizika. R plynúce zo zmien cien komodít, zmeny ÚM, menového kurzu, celkovej cenovej situácie na trhu.

Je akt ochrany odstránením al. minim. neistôt, rizika. Nechráni pred nečakanými situáciami, schopný predpovedať budúcnosť. Umožňuje zmierniť vplyv budúcich situácií. Je prenesenie rizika z 1 osoby al. firmy na 2. osobu al. firmu. Prenášajúca osoba je zabezpečovateľ, hedger. Osoba, kt. prijíma, je špekulátor, tréder.

Nástrojom hedgingu sú fin. deriváty a ich kombinácie, primárnym zámerom je znížiť al. úplne vylúčiť fin. R. Ak subjekt drží rizikovú pozíciu, snaží sa získať nástroj, kt. kompenzuje al. eliminuje fin. R. => princíp hedgingu.

- *hedging na dlho – a) long heng*
- *hedging na krátko – b) short heng*

ad. b) ak drží určitú pozíciu na krátko, očakáva a plánuje v budúcnosti kúpiť, obáva sa toho, že ceny porastú al. ÚM poklesnú. Kупuje zabezpečovací nástroj a utvára tak dlhú zabezpečovaciu pozíciu. Keď má dlhú pozíciu v peniazoch, drží CP al. peniaze, má strach, že ceny poklesnú al. ÚM porastú, snaží sa získať zabezpečovací nástroj a tým si utvára krátku zabezpečov. pozíciu.

Priame zabezpečenie (direct hedg) – hedging, pri kt. podkladov. A zabezpečovacieho nástroja je rovnaký CP ako papier, kt. sa zabezpečuje.

Zabezpečenie, pri kt. podklad. A sú iné papiere, než zabezpečovacie => křížové (cross hedg) zabezpečenie.

Dokonalé (perfect hedg) – pomocou zabezpeč. nástroja al. stratégie sa podarí dosiahnuť úplnú kompenzáciu pôvodného finanč. R.

Dá sa dosiahnuť vtedy, ak je medzi vývojom pozície v peniazoch a vývojom zabezpeč. nástroja negatívna korelácie  $-1$ .

Je tu vylúčený vznik neočakávanej straty al. zisku. Hedgingové stratégii sa najčastejšie podarí zmierniť finanč. R, málokedy sa eliminuje R.

- **a) singulárne a b) kombinované stratégie**

V praxi existuje vnútorná súvislosť medzi tradingovými a hedging. nástrojmi – používajú sa rovnaké nástroje, sú spojnicami bodov na fin. trhu.

Finanč. investície sledujú 2 konflikt. ciele (max. zisku a min. rizika) podľa toho, kt. dáva subjekt prednosť, hodnotíme, či ide o trading al. hedging, prejaví sa to rozdielnou kvantifikáciou zdrojov.

V praxi sa *spája tradingová a hedgingová stratégia* => ak niekto sleduje tradingovú strat. snaží sa eliminovať riziko tak, že ho presunie na iného a je ochotný aj za ten presun zaplatiť. Musíme mať ale aj subjekt, kt. je ochotný za úplatu prevziať na seba R; očakáva, že úplata bude vyššia než je možná strata z realizácie R, jeho stratégia je špekulačná. Hedger vždy potrebuje trédera a naopak.

### **Investičné a podielové fondy (IF a PF)**

- obrovský nárast popularity, IF a PF sa stali nevyhnutným prvkom efekt. fungujúceho finanč. trhu. Prvé F vznikli v 19. stor. vo Francúzsku, Škótsku. V USA sa objavili po 1. SV, v Európe po 2. SV (fondy kolektívneho investovania).

- vznikli, aby bolo možné realizovať kolekt. Finanč. investície, spojiť záujem investorov, zhodnotiť voľné fin. prostriedky pri zabezpečení sa proti R tým, že sa rozkladajú.

### **Dôvody atraktívnosti:**

1. F nakupujú veľké množstvo invest. nástrojov, diverzifikujú R
2. F riadia odborníci, disponujú veľkým množstvom relevantných infcií
3. F dosahujú oproti individ. Investorom nižšie transakčné Ny, lebo obchodujú vo veľkých objemoch

F dosahujú pomerne lepšie výsledky ako individ. investori  
F nie sú schopné konkurovať indiv. Investorom na rizikovo očistenej báze DD období. Správa F je spojená s vyššími administrat. Ni, kt. eliminujú efekt transakčných Nov.

- zvýšil sa záujem o F (80. – 90. roky 20. stor.)

=> je to nepriame investovanie, najvýznamnejšie je vo Francúzsku, Švajčiarsku, Japonsku a USA

### **Modely:**

#### ***1. invsňestičný model***

- je postavený na rovnakých princípoch ako a. s. Získava prostriedky emisiou akcií. Kapitál investuje do rôznych druhov invest. nástrojov. Investor je akcionárom F, svoje práva presadzuje na valnom zhromaždení.

- typické pre USA, VB, Holandsko, Švajčiarsko, ČR, SR

#### ***2. podielový model***

- nemá právnu subjektivitu. Zakladá ho a. s., kt. ho spravuje. Majetok F je oddelený od majetku spoločnosti. Investor sa nestáva akcionárom, ale podielnikom na majetku F. Dostáva investičný certifikát – podielový list, ale neopravňuje ho zasiahnuť do správy F.

- Nemecko, Švajčiarsko, Rakúsko, Belgicko. Luxembursko, Francúzsko, ČR, SR

### **Z hľadiska možnosti vydávania nových akcií:**

#### ***1. fondy otvorené***

- má neobmedzenú možnosť emisie akcií a podiel. Listov, počet akcionárov, podielnikov obmedzený. Emitujú sa podľa dopytu invest., stratégií F. Existuje obvykle povinnosť spätného odkúpenia, garantuje vysokú likviditu akcie al. podiel. listov. Kurz akcií určený ponukou a dopytom, ale vyplýva z vypočítanej hodnoty denných kurzov CP obsiahnutých v portfóliu F. Hodnota akcií otvorených F sa určuje každý deň, niekedy každú hodinu, majetok sa skladá z aktuálnej kurzovej hodnoty zásoby CP, hotovosti, pohľad., odoberacích a ostatných práv. Predaj akcií sa neuskutočňuje za inventárnu hodnotu. Ale emisnú cenu. F si pripočítava prirážku 3 – 5%. Spätný odkup akcií sa uskutočňuje za odkupnú cenu, zhoduje sa s inventárnou hodnotou (IH).

$$IH = \frac{\text{trhová hodnota majetku F} - \text{záväzky F}}{\text{počet emitovaných akcií}}$$

#### ***2. fondy uzavreté***

- pri založení F je určený počet akcií, obmedzený počet akcionárov. Neexistuje povinnosť spätného odkúpenia, obchody sa uskutoč. na sekundárnych trhoch. Trhová cena kolíše okolo IH pripadajúcej na 1 akciu al. podiel. List. Trhová cena úplne nekopíruje zmeny trhovej hodnoty portfólia. Akcie sú niekedy obchodované s diskontom, keď akcie, F majú nižšiu likviditu spôsobenú neschopným mngtom, zlou voľbou stratégie.

IF a PF spravujú tisíce papierov z celého sveta, sú vystavené vplyvu trhových podmienok, dochádza k transferu pôvodných A na A výnosnejšie, menej rizikové, transformácia F je závislá na stupni viazanosti F, je uvedený v zakladacej listine F.

### **Podľa stupňa viazanosti:**

- F s *pevnou štruktúrou investič. inštrumentov* – portfólio inštrum. Je nemenné, jednotl. tituly sú uvedené v stanovách F.

- F s *flexibilnou štruktúrou* – zmiešané formy fixných a flexibilných – pri založení F je v stanovách určená štruktúra, neskôr môže dôjsť k % zmene. Realizujú investičnú politiku – odlišujeme ich aj podľa typu realizovanej invest. politiky.

### **Podľa skladby portfólia:**

1. F *cenných papierov* – majetok sa skladá z rôznych druhov CP
2. *nehnutelnostné* F – investovanie do nehnuteľností
3. *strešné* F – majetok sa skladá z účastín na iných F

ad. 1)

### **F cenných papierov:**

- podľa *predmetu investovania*: a) F peňažného trhu
- b) F kapitál. trhu (predmetom sú CP a fin. deriváty)

ad. a)

- vznikli v 70. rokoch 20. stor., vznikli ako reakcia na existenciu úrok. stropov, boli určené maxim. úrok. sadzby, kt. mohli banky vyplácať. V 70. rokoch prudko narástli trhové úrok. sadzby, kt. prevýšili tieto úrok. stropy. F začali zhromažďovať fin. prostriedky a investovali ich pri trhovej úrok. sadzbe do KD CP. Nemohli to robiť banky, tým sa dostali do zlej situácie, poklesol význam ich sprostredkovania. Hodnota podielu F bola na začiatku 500 USD, drobní investori získali prístup na peňaž. trh, lebo u B boli vylúčení z investovania. V 80. rokoch bolo umožnené aj bankám vydávať inštrumenty peňaž. trhu, z kt. mohli vyplácať trhové úrok. sadzby, tým sa znížil význam peňaž. F; koncom 80. rokov sa zlikvidovali úrokové stropy.

- F peňaž. trhu sú v súčasnosti v úzadí, majú význam jedine vo francúzsku

ad. b) aj F kapitál. trhu krátko držia inštrumenty trhu

- F dlhopisov, akciové F, zmiešané F

F dlhopisov – investujú do domácich a- zahraničných dlhopisov, v malej miere sú zastúpené majetkové CP

Akciové F – domáce a zahr. akcie, opcie, fin. futurity

Zmiešané F – majetkové CP, dlhopisy, fin. deriváty

Jednotlivé F sa líšia zvolenou **investičnou politikou**. Invest. manažér môže použiť:

a) *dôchodkovú politiku* => *dôchodkové F* (hl. cieľom je dosiahnuť vyššie výplaty pri rovnako vysokej hodnote inventárnej akcie. Zisky z nákupu al. predaja sú vyplácané + úroky, dividendy)

b) *rastová* => *rastové F* (mngeri sledujú rast inventárnej hodnoty akcie al. podiel. Listov, menší dôraz na bežné výplaty)

c) *zmiešanú* => *zmiešané F* (podľa trh. situácie sa kombinuje (a) a (b). Dosiahnuť vysoké dôchodkové výplaty pri vysokej inventárnej hodnote akcií)

### **Služby F:**

- plán výberu, možnosť

automatické reinvestovanie – akcionár pravidelne dostáva výsledky, F mu môže ponúknuť možnosť, že bude za neho fin. prostriedky automaticky investovať, nákup akcií bez provízie

depotné služby – správa o úschove akcií F

právo výmeny – právo presúvať za IH medzi jednotlivými fondmi veľkej spol. bez poplatkov

plán úspor – každý mesiac F inkasuje z účtu určitú čiastku fin. prostriedkov a reinvestuje ich (akcionár, kt. pravidelne musí dostávať ...

možnosť vystavovania šekov – do hodnoty 500 USD

IF a PF v dlhšom časovom období dosahujú podobné výsledky.

- akcionár môže sledovať F, predat akcie by mal vtedy, keď výkonnosť F je pod úrovňou ostat. F, keď úspešný správca portfólia opustil F, keď potrebuje likvidné prostriedky, keď F prudko zmení svoju stratégiu

### **Penzijné fondy**

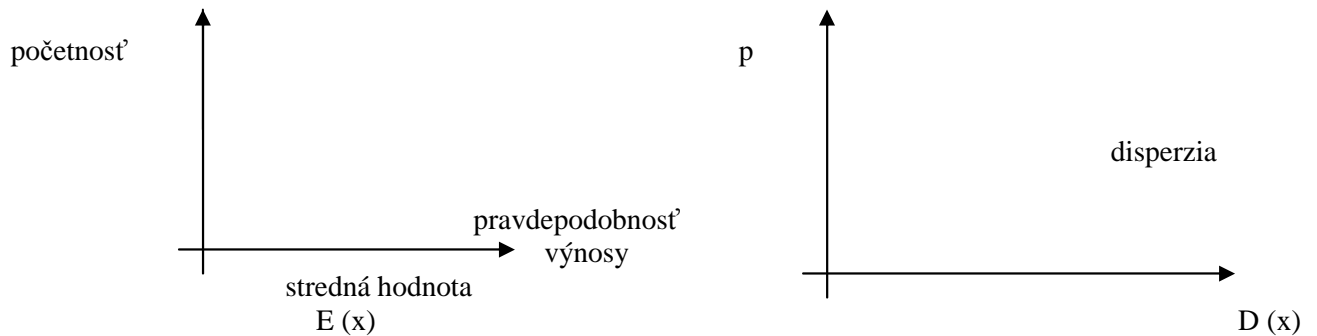
P11, 3. 12. 2002

TEÓRIA PORTFÓLIA

- Markowitz, Sharpe, Alexander

Ciel - optimálna alokácia zdrojov a kapitálu s cieľom dosiahnuť maxim. výnos vložených prostriedkov.

Portfólio je súbor rôznych investícií. Investor ich vytvára preto, aby minim. riziká spojené s investovaním a súčasne našiel len najlepší možný pomer medzi výnosmi a rizikami.



B - má vyššiu volatilitu, viac sa odchýli od E(x)

$$E(ax + by + c) = E(ax) + bE(y) + c$$

- stredná hodnota súčtu jednotlivých stredných hodnôt

- konštantu môžeme vybrať pred E

- stredná hodnota konštantného čísla je konštantna

$$E(x) = \sum x_i p_i$$

$$\Rightarrow \text{disperzia } D(ax + by + c) = a^2 D(x) + b^2 D(y) + 0$$

$$D(x) = E(x - E(x))^2$$

Výnos portfólia

\(\Rightarrow\) uvažujeme o portfóliu akcií

$$rg = (\prod r_i)^{1/n} - 1 \text{ (geometrický priemer)}$$

$$r = \sum r_i p_i \quad r = \int x p(x) dx = \int x dF(x) = \int x dP(x)$$

r - výnos

1 akcia \(\Rightarrow\) očakávaný výnos =  $\sum r_i p_i$ - ak investujem len napr. 20 %  $w_j r_j p_j$ ; ale keďže mám viac akcií

$$E(\sum w_j r_j p_j) = E(\sum w_j E(r_j)) = \sum w_j E(r_j) \quad w_j = I_j / I \quad (\text{podiel akcie na celkovom portfóliu})$$

Riziká:

- úrokové (dlhopisy)

- trhové (akcie) - trh sa pohne zlým smerom

- inflačné

- podnikateľské

Trhové riziko je väčšie tam, kde je väčšia volatilita.

$$E(x_1), E(x_2), D(r_1), D(r_2) \quad x_1 - 1. \text{ akcia}, x_2 - 2. \text{ akcia}$$

$$E(rp) = w_1 E(r_1) + w_2 E(r_2)$$

$$D(rp) = E[(rp - E(rp))^2] = E[(w_1 r_1 + w_2 r_2 - w_1 E(r_1) - w_2 E(r_2))^2] = E[(w_1 (r_1 - E(r_1)) + w_2 (r_2 - E(r_2)))^2] = E[w_1^2 (r_1 - E(r_1))^2 + 2 w_1 w_2 (r_1 - E(r_1))(r_2 - E(r_2)) + w_2^2 (r_2 - E(r_2))^2] = w_1^2 \frac{E((r_1 - E(r_1))^2)}{D(r_1)} + w_2^2 \frac{E((r_2 - E(r_2))^2)}{D(r_2)} + 2 w_1 w_2 \frac{E((r_1 - E(r_1))(r_2 - E(r_2)))}{\text{cov}(r_1, r_2)} \Rightarrow \text{kovariancia}$$

Pokiaľ je cov vhodná, dokážeme volatilitu ovplyvniť.

m - akcií

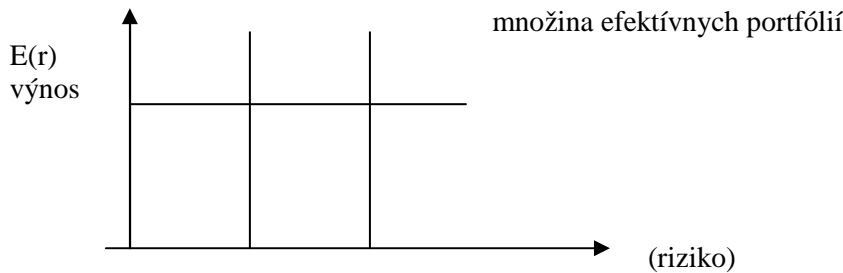
$$D(rp) = \sum w_i w_j E[(r_i - E(r_i))(r_j - E(r_j))]$$

$$E[(r_i - E(r_i))(r_i - E(r_i))] = E[(r_i - E(r_i))^2] = D(r_i) \Rightarrow \text{ak } i = j$$

$W_i$  = podiel i-teho

$r_1$	$r_1$	$r_2$	$r_3$
$r_3$			

=> daná cov, potom len vynásobením s  $w_1, w_2$



- štandardná odchýlka  $D(x)$

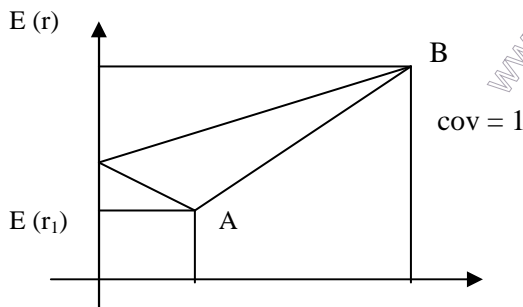
prípustná množina - všetky existujúce portfóliá, do kt. môže investovať

- portfólio, kt. je najviac vľavo, je najmenej rizikové

A B je lepšie, má rovnaké riziko, ale získava viac

C má ten istý výnos, ale s nižším rizikom

Hranica efekt. portfólií začína v bode s globálnym minim. rizikom ( )



- nepoznáme výnos portfólia, ak dáme r, r dokopy

$E(rp), D(rp)$

$w_1, w_2$

$cov(r_1, r_2)$

- ak máme 2 akcie, kt. kopírujú svoj pohyb (1 rastie, rastie aj druhá), kovariancia je kladná (+)

korelačný koeficient =  $cov(r_1, r_2)$

ak  $cov(r_1, r_2) > 0$

$$D(r_1) D(r_2)$$

môže nadobúdať hodnoty  $\langle -1, 1 \rangle$

=> disperzia portfólia závisí od disperzie 1 akcie, disperzie 2. akcie a kovariancie

$cov(r_1, r_2) = 0 \Rightarrow$  akcie spolu vôbec nesúvisia, nie je medzi nimi vzťah

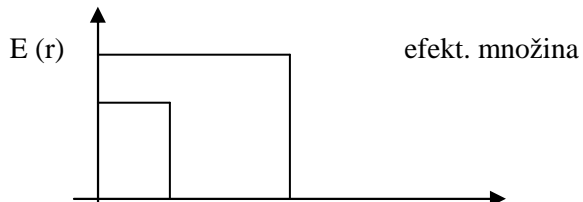
$cov(r_1, r_2) < 0$  aj korelačný koef.  $< 0 \Rightarrow$  ak jedna akcia stúpa, druhá klesá

ak korelač. koef. = -1 => o koľko jedna stratí, o toľko druhá získa

B - ak investujem 0 do A a všetko do B

A - ——— // ——— B — // — A

\*z dvoch rizikových akcií som dostal ich kombináciou ešte menej rizikové portfólio (perom písané)  
 => ak  $cov = -1$ , dostaneme 0 riziko, dosahujeme vyšší výnos ako A



- nevieme rozhodnúť, kt. bod je optimálny; na to potrebujeme poznať postoj investora k riziku (indiferenčné krivky)

- investor má dve možnosti

A - investuje 1 Sk, ak vyhrá, má 2 pri  $p = 0,5$ ; ak prehrá, bude mať 0 pri  $p = 0,5$

B - zisk jednotkový, pravdepodobnosť = 1

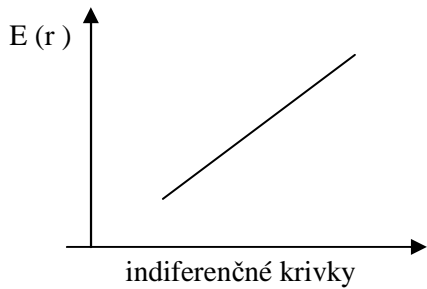
A		B
2	$p = 0,5$	1
0	$p = 0,5$	$p = 1$
$E(r) = 2 \times 0,5 + 0 \times 0,5 = 1$		$E(r) = 1 \times 1 = 1$

$$u(1) > 1/2 u(2) + 1/2 u(0)$$

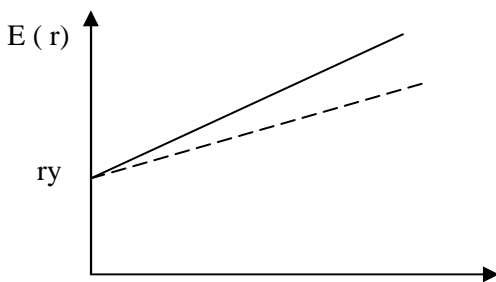
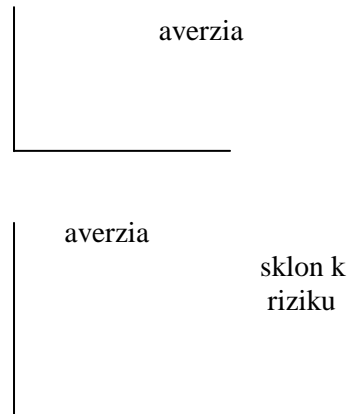
$u(1) - u(0) > u(2) - u(1) \Rightarrow$  ak je averzný voči riziku

$\Rightarrow$  ak je = , je to rovnako užitočné pre neho

$\Rightarrow$  ak bude mať sklon k riziku, bude <



www.euroekonom.sk

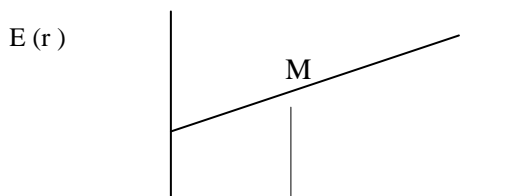


- investor si bude vyberať ten bod, kt. spája priamku s indif. krivkou

**Model CAPM**

- medzi výnosom a rizikom portfólia má byť nejaký vzťah

$$E(r) = r_f + (E_m - R_f) \cdot \beta$$





- ak investícia je menšia ako  $<1$ , prémia bude menšia
- $>1$ , prémia za riziko sa znásobí

$$= r - r_{CAPM}$$

$> 0 \Rightarrow$  CP je podhodnotený

$< 0 \Rightarrow$  CP je nadhodnotený

P12, 10.12.2002

Prezentácia z cvičení – KOMODITY

P13, 17.12.2002

### BURZY

- burzový trh – špecifický:

- zvláštne povolenie
- presne určené druhy obchodov
- tovar musí byť na burzu pripustený a schválený vedením burzy
- vždy určené množstvo
- určený čas a miesto obchodov
- existencia flexibility cien, Q, P a D
- obchoduje sa zo zastupiteľným tovarom
- tovar, kt. je predmetom obchodu, nie je na burze fyzicky prítomný

- burz. trh – charakter obojstrannej aukcie – existuje flexibilita ponuky, dopytu i cien  $\Rightarrow$  odlišnosť od konvenčných obchodov a jednostranných aukcií

- z hľ. predmetu obchodov:
- peňažné burzy
  - tovarové burzy
  - burzy služieb

- BCP – užší pojem ako peňažná burza

- v súč. burz. ....  $\Rightarrow$  **typy búrz:**

- burzy CP – vykonávajú sa predovšetkým promptné obchody s klasic. Nástrojmi
- devízové burzy – realizujú sa nákupy a predaj devíz a valút
- burzy finanč. futurít
- opčné burzy – obchoduje sa s opčnými kontraktmi

- **devízové burzy** – Nemecko, Rakúsko – oficiálne: ..... devíz. kurzov, aby uľahčili intervencie CB-ám

- na tovarových burzách sa realizujú promptné i termínované obchody

- na promptných burzách – podľa vzoriek jednotl. druhov tovarov
- obchodované tovary nie sú vzájomne zastupiteľné
- obchody sú efektívne plnené a dohodujú sa podľa individuálnych podmienok
- charakter predovšetkým plodínových búrz – cieľom je zásobovanie urč. regiónov výrobkami a tvorba ich cien
- väčší význam ako promptné tovarové burzy majú termínované tovarové burzy – zabezpečenie alebo špekulácia proti cenovému kolísaniu obchodovaných komodít
- obchody sú štandardizované a obvykle nie sú efektívne plnené
- najvýznamnejšia komoditná burza – Londýn – vlna, neželezné kovy, cukor, kaučuk, kakao, obilie
- NY – bavlna, vlna, kovy, rastlinné oleje

- Chicago – obilie, mäso, rastlinný olej
- burzy služieb – špec. – charakter obchodov s priestormi lodí
- najvýznamnejšie – Londýn, NY

**- z hľadiska významu:**

1. *nadnárodné B* (majú celosvetový charakter, veľké množstvo obchodov s ....., zahr. CP)
2. *medzinárodné B* (nižšia trhová kapitalizácia, menší objem obchodov, menší podiel zahr. CP)
3. *národné B* (zásadný význam v národ. rozsahu, sú najvýzn. z medz. ....)
4. *regionálne B* (..... z medz. a nár. pohľad., pomerne nízky objem obchodov a malý počet obchodovaných inštrumentov – Hannover, Mníchov, Brémy, Stuttgart, Dusseldorf, Berlín)
5. *B na novovznikajúcich trhoch* (nízky objem obchodov, nízka likvidita, vysoká transakčná volatilita, nekvalitná burzová infraštruktúra, nedostatok infcií, nedostatočné znalosti investorov – Budapešť, Casablanca, Praha, Varšava, Bratislava)

- z hľadiska právnej formy:** 1. burzy založené štátom (forma verejnoprávnej inštitúcie)  
2. *súkromno* – právne organizácie (forma a. s.)

- verejnoprávny typ burzy – typ. pre kontinentálnu Európu:
  - v súčasnosti – Viedeň, Švajčiarsko
- súkromnoprávne – pre anglosaské krajiny – rozšírené po celom svete
  - burza vo forme a. s. => výhody organizátorov burz. trhu aj investorom:
    - väčšia pružnosť
    - musí plniť účtovnú a infčnú povinnosť voči verejnosti

definícia (neexistuje presná):

**BCP = inštitucionálna forma KT**

- špecifický typ trhu, kt. predmetom obchodovania sú CP
- zvláštnym spôsobom organizované priame al. nepriame zhromažďovanie osôb, kt. sa koná pravidelne, v urč. dobu a obchoduje sa na nej s CP podľa platných pravidiel burz. predpisov

**Burzový systém**

- vo vyspelých krajinách sa burzové systémy odlišujú z organizačno –právneho hľadiska.  
= súhrn jednotlivých burzových prvkov a ich vzájomných väzieb – k zákl. prvkom burzového systému patrí:

- a) *burzové publikum*
- b) *burzové príkazy*
- c) *predmet burzových obchodov*
- d) *štandardizácia obchod. Q*
- e) *obch. systém*
- f) *druhy burzových obchodov*
- g) *vysporiadanie burzových obchodov*
- h) *burzové infcie*

ad. a)

B nie je voľne prístupný trh, len vybrané osoby al. investori – prostr. nich môžu na B obchodovať všetci záujemcovia.

= priami a nepriami účastníci (investori, kt. majú záujem kúpiť al. predáť CP na b. T => musia využiť služby priamych burzových účastníkov)

- burzovní sprostredkovatelia (tvorcovia trhu):
  - a) broker - uzatvára obchody na cudzí účet
  - b) dealer – obchod. na vlastný účet

ad. b)

burzové príkazy

- príkaz ..... klientovi s fin. CP alebo banke ku kúpe al. predaju CP

- príkaz je možné udeliť osobne na prepážke fi. CP, kde klient vyplní burz. príkaz a podpíše

- písomne (listom)
- telefonicky
- faxom
- alebo inými el. systémami

Každý burzový príkaz => údaje:

- kúpa alebo predat'
- množstvo – presnou charakteristikou CP (každý CP má ident. Č.)
- cenová požiadavka
- platnosť príkazu
- druh obchodu
- (promptný al. termínovaný)
- číslo peň. konta, konta CP

Z hľ. cenových limitov:

- *nelimitované* príkazy – predat' čo najlepšie, kúpiť čo najúspornejšie
  - neviaže obchod na dosiahnutie presne stan. kurzu
- *limitované* príkazy
  - presné určenie najnižšej predajnej a najvyššej kúpnej ceny
  - ak sa obchodník nevtesná do limitu, musí rozdiel uhradiť sám
- príkazy *obmedzujúce stratu* (stop loss order)
  - zníženie rizika kurzových strát – obchodník dohodne so zákazníkom hranicu, kt. sa určuje pre predaj CP
  - pokiaľ aktuálny kurz dosiahne túto hranicu – automaticky predajú čo najlepšie
- príkazy *zabezpečujúce zisk*
  - stanovuje hranicu, kt. slúži ku kúpe akcií pre zákazníka čo najlepšie
  - zabezpečenie kurzového zisku pri neočakávanom kurzovom zhodnocovanom pohybe
- u všetkých burzových príkazov – pre vykonávanie burzových obchodov – presný počet minút, hodín, dní, týždňov, mesiacov počas kt. musí byť príkaz uskutočňovaný
- príkaz realiz. obchod za otvárací kurz (prvých 5 minút obchodovania na burze) a za uzatvárací kurz (posledných 5 minút)
- príkaz „splň alebo zruš“ (Fill or Kill) – obchodník má obchod okamžite realizovať
- úspešné vykonanie príkazu sa musí hneď oznámiť klientovi !!!

prezenčný typ burzy  
 systém riad. príkazmi  
 systém jednotlivých kurzov a jednotných kurzov  
 systém riadený cenou  
 aukčný systém  
 elektronický systém