

**Univerzita Karlova v Praze  
Fakulta sociálních věd**

**Institut ekonomických studií**

**Rigorózní práce**

*Integrace evropských akciových trhů*

**2006**

**Hana Bartůňková**

*Supervisor: Hana Bartůňková*

*Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc.*

*Academický rok: 2005/2006*

**Univerzita Karlova v Praze**  
**Fakulta sociálních věd**

**Institut ekonomických studií**

**RIGORÓZNÍ PRÁCE**

**Integrace evropských akciových trhů**

**Vypracovala: Hana Bartůňková**  
**Vedoucí: Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc.**  
**Akademický rok: 2005/2006**

## ABSTRAKT

**Na tomto místě bych ráda poděkovala Ing. Heleně Čacké, PhDr. Martinovi Netukovi, Doc. Ing. Miloslavu Vošvrdovi, CSc. a Prof. Ing. Michalu Mejstříkovi, CSc. za cenné připomínky a rady.**

This thesis deals with the issue of integration of stock markets in the European Union. Theoretical background explaining the importance of developed stock market for the economy and the benefits of stock market integration is followed by the analysis of integration barriers: legislative framework of European stock markets, high costs of cross-border trading and currency risk. It is shown that the current legislative process is able to create integrated European stock market, even if the problems concerning coordination of regulation and reinforcement of the directives continue. High costs of cross-border trading remain an important barrier of stock market integration as well as risk. Nevertheless, this work verifies the hypothesis of increasing integration of European stock markets.

## Prohlášení

**Prohlašuji, že jsem rigorózní práci vypracovala samostatně a použila pouze uvedené prameny a literaturu.**

**V Praze dne 20. 5. 2006**

**podpis studenta**

## Resumé

### ABSTRAKT

Tato rigorózní práce se zabývá postupující integrací akciových trhů v Evropské unii. Po teoretické části, kde je objasněn význam akciové trhu pro ekonomiku a přínosy plynoucí z jeho integrace, je zkoumána dosažená úroveň integrace akciových trhů. Nejprve je analyzován význam tří překážek integrace akciového trhu: legislativního rámce evropských akciových trhů, vysokých nákladů na přeshraniční obchody a měnového rizika. Ukazuje se, že současný legislativní proces je schopen vytvořit integrovaný akciový trh, přestože vynucování schválené legislativy a koordinace dohledu nad akciovým trhem zůstávají problematické. Přetrvávající bariérou integrace jsou však vysoké náklady, kde ani vlna fúzí evropských burz, clearingových center a centrálních deponitářů nevede ke snížení nákladů, a měnové riziko spojené s obchodováním v zahraniční měně. Přes tyto problémy práce potvrzuje hypotézu, že integrace akciových trhů postupuje k jednotnému akciovému trhu.

This thesis deals with the issue of integration of stock markets in the European Union. Theoretical background explaining the importance of developed stock market for the economy and the benefits of stock market integration is followed by the analyses of integration barriers: legislative framework of European stock markets, high costs of cross-border trading and currency risk. It is shown that the current legislative process is able to create integrated European stock market, even if the problems concerning coordination of regulation and enforcement of the directives continue. High costs of cross-border trading remain an important barrier of stock market integration as well as the currency risk. Nevertheless this thesis verifies the hypothesis of forthcoming integration of European stock markets.

# Resumé

This thesis has examined the integration of stock markets in the European Union. Chapters 2 and 3 have explained the importance of developed stock market for the economy and the benefits of stock market integration. The second part of the thesis was focused on the process of European stock market integration and its problems. It has been analysed how important are three barriers of stock market integration: legislative framework of European stock markets, high costs of cross-border trading and currency risk.

We have found that the current legislative process is able to create integrated European stock market, even if the problems concerning coordination of regulation and enforcement of the directives continue. Another issue is the problem of high costs of cross-border trading. In the last decade many mergers and acquisitions occurred on the stock markets of European Union but they have not lead by now to the decrease of cross-border costs. The reason has been found in the character of European integration, where vertical integration prevails. In chapter 6 we have verified that currency risk influence the geographical diversification of institutional investors portfolios and create barrier for cross-border trading of stocks in the European union. Despite the existence of these barriers, we have verified the hypothesis of forthcoming integration of European stock markets. In chapter 6 there have been used 2 methods for measuring the integration of stock markets: correlation of index returns on European market as application of law of one price and geographical diversification of investment funds portfolios. Both methods have confirmed the forthcoming process of integration, even if there are significant differences in the level of integration within new and old member states of the European Union.

# Obsah

<b>1. ÚVOD</b> .....	<b>10</b>
<b>2. FINANČNÍ TRHY V EVROPĚ</b> .....	<b>14</b>
2.1. FINANČNÍ SYSTÉM A KAPITÁLOVÉ TRHY .....	14
2.2. ZDROJE FINANCOVÁNÍ PODNIKŮ .....	15
2.2.1. <i>Zdroje financování v závislosti na vývojové fázi firmy</i> .....	15
2.2.2. <i>Zdroje financování v závislosti na historickém vývoji a tradicích</i> .....	16
2.3. VÝVOJ FINANČNÍCH SYSTÉMŮ V EVROPĚ .....	17
2.3.1. <i>Finanční systémy v zemích EU15</i> .....	18
2.3.2. <i>Finanční systémy nových členských států Evropské unie</i> .....	25
<b>3. VÝZNAM EVROPSKÉ INTEGRACE AKCIOVÝCH TRHŮ</b> .....	<b>31</b>
3.1. POZITIVNÍ VLIV ROZVINUTÉHO KAPITÁLOVÉHO TRHU NA EKONOMIKU .....	31
3.2. PROBLÉMY KAPITÁLOVÝCH TRHŮ V MALÝCH EKONOMIKÁCH.....	34
3.2.1. <i>Řešení problémů malé ekonomiky s nelikvidním akciovým trhem</i> .....	36
3.3. VYUŽITÍ ZAHRANIČNÍCH KAPITÁLOVÝCH TRHŮ.....	37
3.3.1. <i>Přínosy a náklady cross-listingu pro firmy</i> .....	37
3.3.2. <i>Výběr zahraničního akciového trhu pro cross-listing</i> .....	39
3.3.3. <i>Přínosy cross-listingu pro investory</i> .....	40
3.3.4. <i>Alternativní instrumenty: depozitní certifikáty</i> .....	41
3.4. EVROPSKÁ INTEGRACE AKCIOVÉHO TRHU .....	42
<b>4. EVROPSKÁ LEGISLATIVA V OBLASTI INTEGRACE AKCIOVÝCH TRHŮ</b> <b>44</b>	
4.1. VÝVOJ EVROPSKÉ LEGISLATIVY V OBLASTI KAPITÁLOVÝCH TRHŮ A FINANČNÍCH SLUŽEB .....	44
4.2. POTENCIÁL LEGISLATIVY EU PRO VYTVOŘENÍ JEDNOTNÉHO AKCIOVÉHO TRHU .....	49
4.2.1. <i>Proces přijímání legislativy</i> .....	50
4.2.2. <i>Vynucování legislativy ze strany EU</i> .....	52
4.2.3. <i>Dohled nad evropským kapitálovým trhem</i> .....	53
<b>5. NÁKLADY NA PŘESHRANIČNÍ OBCHODY V EVROPĚ</b> .....	<b>58</b>
5.1. SPECIFIKA PŘESHRANIČNÍHO OBCHODU A AKCIEMI VE SROVNÁNÍ S DOMÁCÍMI OBCHODY .....	62
5.1.1. <i>Možné přístupy na zahraniční trh při vypořádání akciových obchodů</i> .....	63
5.1.2. <i>Překážky přeshraničních obchodů</i> .....	65
5.2. POVAHA OBCHODU S CENNÝMI PAPIRY .....	65
5.2.1. <i>Centrální depozitář</i> .....	66
5.2.2. <i>Clearingové centrum, systém centrální protistrany</i> .....	67
5.2.3. <i>Vypořádání předcházející záznamu v centrálním depozitáři a obchod na burze</i> .....	68
5.3. PŘETRVÁVAJÍCÍ BARIÉRY VYPOŘÁDÁNÍ OBCHODŮ V EU .....	70
5.3.1. <i>Definice bariér ve třech základních oblastech</i> .....	71
5.3.2. <i>Zapojení soukromého sektoru</i> .....	72
5.3.3. <i>Problém nepřekonatelných překážek</i> .....	74
5.4. ANALÝZA PROBÍHAJÍCÍ INTEGRACE OBCHODNÍCH SYSTÉMŮ V EVROPĚ.....	75
5.4.1. <i>Integrace evropských obchodních systémů</i> .....	76
5.4.2. <i>Analýza horizontální a vertikální integrace na evropských trzích</i> .....	80

<b>6.</b>	<b>DOSAŽENÝ STUPĚŇ INTEGRACE EVROPSKÝCH AKCIOVÝCH TRHŮ.....</b>	<b>87</b>
6.1.	ZPŮSOBY MĚŘENÍ INTEGRACE .....	87
6.2.	APLIKACE ZÁKONA JEDNÉ CENY.....	88
6.2.1.	<i>Integrace akciových trhů v EU15.....</i>	<i>89</i>
6.2.2.	<i>Integrace nových členských států.....</i>	<i>91</i>
6.2.3.	<i>Závěry měření dosaženého stupně integrace pomocí aplikace zákona jedné ceny.....</i>	<i>99</i>
6.3.	APLIKACE KVANTITATIVNÍCH UKAZATELŮ.....	101
6.3.1.	<i>Dosavadní výzkum.....</i>	<i>101</i>
6.3.2.	<i>Analýza domácího vychýlení v Evropské unii.....</i>	<i>102</i>
6.3.3.	<i>Závěry měření dosaženého stupně integrace pomocí kvantitativních ukazatelů..</i>	<i>105</i>
<b>7.</b>	<b>ZÁVĚR.....</b>	<b>106</b>
<b>8.</b>	<b>LITERATURA .....</b>	<b>111</b>
<b>9.</b>	<b>PŘÍLOHY .....</b>	<b>120</b>

#### Seznam obrázků

Obrázek 1:	Legální rámec legislativy	43
Obrázek 2:	Průběh dosahů do období v akcích	62
Obrázek 3:	Prostředí vyřazení obchodů	63
Obrázek 4:	Přehledy měření v rámci členských států a jejich regulace	69
Obrázek 5:	Evropské burzy a typické burzy	70
Obrázek 6:	Vlastníka pro burzu evropských cenových depozit	77
Obrázek 7:	Outstanding IT infrastruktury	77
Obrázek 8:	Výaňní zahraničního akciového trhu	112

#### Seznam boxů

Box 1:	Schválení směrnice o převzetí na 14 letech politické debaty	41
Box 2:	Implementace směrnice z Akčního plánu finančních služeb	54
Box 3:	Porovnávatelství unie k tradičním vyřazením amerických obchodů	74
Box 4:	Porovnání volání burz Evropskou a Deutsche Börse a London Stock Exchange	78
Box 5:	Spot Evropské kumulace versus Evropské tradiční domovské pozice na trhu	82

## Seznam tabulek

Tabulka 1: Zdroje financování firem, porovnání Německa, USA, Velké Británie a Japonska (v % hrubých investic) 1970-1994 .....	15
Tabulka 2 a), b): Porovnání významu bankovního sektoru v některých členských státech EU	19
Tabulka 3: Podíl zahraničního vlastnictví na celkových aktivech bank .....	27
Tabulka 4: Objem emitovaných dluhopisů .....	27
Tabulka 5: Význam investičních fondů nových členských států v rámci EU .....	29
Tabulka 6: Podíl domácích a zahraničních investic institucionálních investorů - fondů .....	41
Tabulka 7: Korelace výnosu indexu eurozóny a národních indexů .....	94
Tabulka 8: Korelační matice výnosů indexů nových členských států v období 5. 1. 2000 - 30. 4. 2004 a v období 1. 5. 2004 - 20. 2. 2006 .....	98
Tabulka 9: Celková čistá aktiva fondů <sup>1</sup> investovaná doma a v zahraničí ve 4. kvartále roku 2005 (v mil. USD) .....	124
Tabulka 10: Použité metody privatizace v středních a velkých podnicích .....	127
Tabulka 11: Bariéry identifikované v Giovanniniho zprávě a termín pro jejich odstranění ..	134

## Seznam obrázků

Obrázek 1: Lamfalussyho legislativní proces .....	48
Obrázek 2: Průběh domácího obchodu s akciami .....	62
Obrázek 3: Přeshraniční vypořádání obchodů .....	63
Obrázek 4: Přirozený monopol v oblasti obchodování s akciami a jeho regulace .....	69
Obrázek 5: Evropské burzy a vypořádací centra .....	76
Obrázek 6: Vlastnická provázanost evropských centrálních deponitářů .....	79
Obrázek 7: Outsourcing IT infrastruktury .....	121
Obrázek 8: Využití zahraničního akciového trhu .....	122

## Seznam boxů

Box 1: Schválení směrnice o převzetí po 14 letech politické debaty .....	51
Box 2: Implementace směrnic z Akčního plánu finančních služeb .....	53
Box 3: Postoj evropské unie k problematice vypořádání přeshraničních obchodů .....	71
Box 4: Prozatím neúspěšné fúze Euronextu a Deutsche Borse s London Stock Exchange .....	78
Box 5: Spor Evropská komise versus Euronext: zneužití dominantní pozice na trhu .....	82



## Seznam grafů

Graf 1: Porovnání finanční struktury eurozóny, Japonska a USA v roce 2000 .....	17
Graf 2: Finanční struktura evropských podniků (v % na celkových pasivech) .....	18
Graf 3: Bankovní úvěry na HDP .....	19
Graf 4: Emitované dluhopisy – čistá pozice jednotlivých subjektů, porovnání sektorů (v mld. Euro).....	20
Graf 5: Počet společností registrovaných na evropských burzách.....	21
Graf 6: Tržní kapitalizace akcií na evropských burzách (%HDP).....	22
Graf 7: Finanční aktiva domácností v EU a USA, porovnání v letech 1995 a 2000 .....	23
Graf 8: Čistá aktiva evropských investičních fondů v mld. euro.....	24
Graf 9: Podíl akcií v portfoliu evropských fondů (% z celkových aktiv) .....	24
Graf 10: Rozptyl finanční struktury nových členských států (2004) .....	25
Graf 11: Tržní kapitalizace akciových trhů nových členských států (v % HDP).....	28
Graf 12: Investiční fondy v nových členských státech (objem čistých aktiv v mil. euro) .....	29
Graf 13: Porovnání produktivity kapitálu v USA a Evropě .....	33
Graf 14: Vliv velikosti změny v podílu tržní kapitalizace na HDP na změnu v produktivitě kapitálu .....	33
Graf 15: Transakční náklady na akciové obchody na burzách, porovnání USA a EU .....	59
Graf 16: Dodatečné náklady na přeshraniční obchody v Evropské unii .....	61
Graf 17: Výnosy akciových trhů EMU filtrované Hodrick-Prescottovým filtrem (měsíční údaje 1973-2003) .....	90
Graf 18: Rozptyl národních a sektorových indexů ve vybraných ekonomikách (meziroční změny vyhlazené v čase Hodrick-Prescottovým filtrem) .....	92
Graf 19: Korelace výnosu indexu eurozóny s výnosy národních indexů před vstupem a po vstupu do EU .....	94
Graf 20: Korelace výnosů indexů eurozóny s výnosy trhů ve Velké Británii, Švédsku a Dánsku .....	96
Graf 21: Korelace výnosů indexů eurozóny s výnosy trhů v ČR, Maďarsku a Polsku.....	96
Graf 22: Korelace výnosů indexů eurozóny s výnosy trhů v Litvě, Lotyšsku a Estonsku.....	97
Graf 23: Korelace výnosů indexů eurozóny s výnosy trhů na Slovensku a ve Slovinsku .....	97
Graf 24: Korelace výnosů indexů eurozóny s výnosy trhů Malty a Kypru.....	98
Graf 25: Porovnání vzájemných korelací nových členských států v období před vstupem a po vstupu do EU .....	99
Graf 26: Srovnání podílu domácích, evropských a neevropských akcií v portfoliu investičních fondů z eurozóny .....	103
Graf 27: Srovnání podílu domácích, evropských a neevropských akcií v portfoliu investičních fondů z Velké Británie, Dánska a Švédska .....	103
Graf 28: Srovnání podílu domácích, evropských a neevropských akcií v portfoliu investičních fondů z České republiky, Maďarska a Polska.....	104
Graf 29: Vztah dvou indikátorů vývoje akciového trhu - velikosti trhu a jeho likvidity .....	128
Graf 30: Vývoj objemu čistých aktiv investičních fondů v eurozóně (v mil.Euro).....	136
Graf 31: Vývoj objemu čistých aktiv investičních fondů v Evropské unii .....	136
Graf 32: Vývoj objemu čistých aktiv investičních fondů v České republice, Maďarsku a Polsku .....	137

# 1. Úvod

---

*„Finanční integrace je klíčovým faktorem pro rozvoj a modernizaci finančních systémů, které podporují vyšší a udržitelnější ekonomický růst. Tím, že vytváří hlubší a likvidnější kapitálový trh, pomáhá finanční integrace realizovat úspory z rozsahu při provádění obchodů, čímž rozšiřuje investiční příležitosti. Integrace zesiluje konkurenci trhů a zprostředkování, což vede k dalšímu finančnímu rozvoji. S rozvojem finančních služeb se snižují náklady na zprostředkování a je umožněna efektivní alokace kapitálu.“*

Jean-Claude Trichet, prezident Evropské centrální banky<sup>1</sup>

Fragmentovaný trh akcií a dluhopisů v Evropské unii, který není schopen zajistit efektivní alokaci kapitálu, je považován za jeden z hlavních důvodů nekonkurenceschopnosti evropské ekonomiky ve srovnání s USA. Studie provedená konzultantskou firmou London Economics odhaduje, že přínosy z integrace evropského kapitálového trhu za následující dekádu se budou pohybovat okolo 1 % HDP Evropské unie, což odpovídá 130 mld. Euro.<sup>2</sup> Integrace finančních trhů tedy patří k velmi aktuálním problémům Evropské unie, ovšem zároveň k tématům velmi širokým. Z toho důvodu se tato práce zaměřuje pouze na akciový trh, který má podle řady studií vliv na růst ekonomiky, a mohl by tak podpořit stagnující evropské ekonomiky.

Integraci akciových i dalších finančních trhů můžeme definovat několika způsoby:

- Evropská komise definuje finanční integraci jako přístup firem k externím zdrojům financování v rozsahu USA.<sup>3</sup>
- Violi (1999) definuje integrovaný finanční trh jako prostor, kde platí zákon jedné ceny, tedy aktiva se shodným poměrem výnosu a rizika mají na tomto trhu jednotnou cenu, ačkoliv jsou obchodována v různých geografických oblastech a různými tržními subjekty.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> Trichet (2006b) str. 2.

<sup>2</sup> London Economics (2002).

<sup>3</sup> European Commission Staff Working Paper (2003).

<sup>4</sup> Violi (1999) str. 5.

- Evropská centrální banka asi nejvýstižněji definuje integrovaný finanční trh jako prostor, kde všechny subjekty:
  - podléhají jednotným pravidlům při obchodech s finančními instrumenty,
  - mají rovný přístup k těmto finančním instrumentům,
  - mají zajištěno jednotné zacházení.

Uvedené definice tedy shodně považují za podstatu integrace všech finančních trhů volný přístup investorů k veškerým produktům finančních trhů bez ohledu na geografickou lokaci investora či emitenta daného produktu a volný přístup firem ke zdrojům financování jejich podnikatelské činnosti.

Vzhledem k významu integrovaného kapitálového trhu se tato práce pokusí ověřit **základní hypotézu, že akciové trhy směřují k jednotnému akciovému trhu, jak bylo vymezeno předchozími definicemi.**

Metodologie práce je ovlivněna komplexností základní hypotézy, kterou můžeme ověřovat z mnoha úhlu pohledu. Z toho důvodu vytvoříme soubor podpůrných hypotéz, jejichž přijetím či zamítnutím budeme schopni ověřit hypotézu základní. Podpůrné hypotézy testují význam bariér, které mohou být hlavní překážkou přeshraničního obchodu s akciemi v Evropské unii:

První bariéru představuje odlišný legislativní rámec jednotlivých členských států Evropské unie. Na úrovni Evropské unie jsou vytvářeny legislativní normy, které mají národní právo členských států harmonizovat, což je však vzhledem k odlišným historickým základům jednotlivých právních řádů velmi obtížné a legislativní systém Evropské unie nemusí být schopen tento náročný úkol zvládnout.

**Hypotéza 1. Současný legislativní proces Evropské unie nevytvořil vhodný legislativní rámec zajišťující jednotný akciový trh ve smyslu výše uvedených definic.**

Další bariérou jsou přetrvávající vysoké náklady na realizaci přeshraničního obchodu, od jeho uzavření na burze až po finanční vypořádání. Odhaduje se, že jsou desetkrát vyšší než náklady

na domácí obchody v evropských státech.<sup>5</sup> Jelikož v posledních letech proběhla na evropských akciových trzích řada fúzí, lze vzhledem k vysokým nákladům způsobeným nekompatibilitou obchodních systémů očekávat pokles nákladů na evropské přeshraniční obchody.

**Hypotéza 2: Vlna fúzí na akciových trzích povede k snížení nákladů na přeshraniční obchody.**

Významnou bariérou může být měnové riziko spojené s přeshraničními obchody. Jelikož část Evropské unie používá od roku 1999 jednotnou měnu, mohlo by docházet k silnější integraci akciových trhů eurozóny než ve zbytku Evropské unie.

**Hypotéza 3: Odlišné měny v Evropské unii brání integraci akciového trhu celé Evropské unie, neboť jednotná měna je významným faktorem posilujícím integraci akciových trhů.**

Práce je rozdělena do šesti částí. Začátek práce je věnován významu akciového trhu v Evropě a uvádí nás do problematiky evropských akciových trhů.

Druhá kapitola se zabývá otázkou významu akciového trhu v evropské finanční struktuře a také jejím vývojem v čase. Cílem je ukázat, do jaké míry je integrace akciového trhu v Evropě významná pro evropskou ekonomiku.

Ve třetí kapitole nejprve zhodnotíme na základě existujících výzkumů vliv akciového trhu na růst ekonomiky a poté se zaměříme na přínos přeshraničních investic a možnosti cross-listingu. Ukážeme, jak může integrace akciových trhů usnadnit pro investory přeshraniční investování a pro firmy cross-listing.

V další části práce budeme ověřovat podpůrné hypotézy 1 a 2. Ve čtvrté kapitole se budeme zabývat evropskou legislativou, která v oblasti akciových trhů dosud vznikla, a zaměříme se na evropský legislativní proces. V této kapitole budeme ověřovat hypotézu 1. V páté kapitole přejdeme k problematice vysokých nákladů na přeshraniční obchody. Nejprve se pokusíme identifikovat, z čeho obecně pramení vysoké náklady na přeshraniční obchody v Evropě a poté budeme zjišťovat, jak se s nimi snaží vypořádat Evropská legislativa. Na závěr se zaměříme na vlnu fúzí, která zasáhla evropské obchodní systémy v posledních letech, a pokusíme se potvrdit hypotézu 2.

---

<sup>5</sup> Murray (2001)



## 2. Finanční trhy v Evropě

---

### 2.1. Finanční systém a kapitálové trhy

Finanční systém můžeme definovat jako „soubor institucí (trhů a zprostředkovatelů), přes které domácnosti, firmy a vlády získávají prostředky pro své aktivity a investují své úspory“.<sup>6</sup>

Jednotlivé národní finanční systémy jsou určitou kombinací finančních trhů (trh akcií a dluhopisů) a finančních zprostředkovatelů (bank, pojišťoven), které plní de facto podobnou funkci, ale jiným způsobem a někdy i s odlišným úspěchem.

Kapitálové trhy jsou základem pro alokaci zdrojů v moderní ekonomice, neboť propojují nabídku kapitálu - úspory domácností - s poptávkou po kapitálu reprezentovanou firmami. Kapitálové trhy umožňují firmám i domácnostem sdílet riziko, neboť usnadňují investorům diverzifikaci portfolia a firmám diverzifikaci zdrojů financování. Jedním z hlavních úkolů pro kapitálový trh je dosáhnout optimální alokace rizika. Optimální sdílení rizika lze zajistit pouze v případě, že jsou trhy kompletní; ty však nikdy v realitě kompletní nejsou, především kvůli asymetrii informací.<sup>7</sup> Subjekty na akciovém trhu disponují odlišnými informacemi a zejména akcionáři se ocitají v nevýhodné pozici. Musejí vynaložit vysoké náklady na získání potřebných informací o firmě, do jejichž akcií hodlají investovat, přičemž jsou závislí na informacích od managementu.

Asymetrii informací pomáhají překonat burzy jakožto organizátoři kapitálového trhu. Při registraci akcií na burze jsou akcie rozděleny do kategorií podle kvality. Na nejkvalitnější akcie jsou kladeny nejvyšší nároky v tom smyslu, že firmy musejí poskytovat pravidelné zprávy své činnosti obsahující údaje požadované burzou. Pro firmu se však tímto vstupem na burzu stává nákladnou záležitostí.

Transakční náklady spojené s obchody zatěžují i investory, především v podobě poplatků a provizí placených makléřským společnostem. Náklady bývají obsaženy v tzv. spreadu, tj. rozdílu prodejní a nákupní ceny. Jejich výše se mezi jednotlivými trhy podstatně liší.

---

<sup>6</sup> Hartmann, Maddaloni, Manganeli. (2003).

<sup>7</sup> Institucionální ekonomie se zabývá podrobně asymetrií informací a na ni navazujícími problémy: tzv. free rider problémem a tzv. problémem principál-agent. (viz Mlčoch (1996))

Spready se používají se jako měřítko likvidity akciového trhu. Likvidní trh lze definovat jako trh s tak vysokými objemy a frekvencí obchodů, že je obchodování spojitě. Likvidita je velmi důležitou charakteristikou každého akciového trhu, neboť obvykle vypovídá o obchodních nákladech na daném trhu. Na likvidním trhu může být spread i velmi malý, neboť transakcí je dostatek k tomu, aby pokryly provozní náklady burzy.

## 2.2. Zdroje financování podniků

Při financování podnikatelské činnosti stojí firmy před otázkou, zda využít pouze interní zdroje, či přistoupit k externímu financování. Obecně firmy upřednostňují financování podnikatelské činnosti z vnitřních zdrojů, tedy reinvestují své zisky z předchozích období. Tabulka 1 ukazuje, že v letech 1970 - 1994 dosáhl podíl interních zdrojů na financování hrubých investic ve Velké Británii 93,3 % a v USA 96,1 %, v Německu byl podíl interního financování o něco nižší, pohyboval se okolo 78,9 % (viz tabulka 1).<sup>8</sup>

**Tabulka 1: Zdroje financování firem, porovnání Německa, USA, Velké Británie a Japonska (v % hrubých investic) 1970-1994**

	Německo	Japonsko	Velká Británie	USA
<b>Interní zdroje</b>	78,9	69,9	93,3	96,1
<b>Externí zdroje</b>	19,9	30,2	15	12,1
<b>Statistická odchylka</b>	1,2	-0,1	-8,3	-8,2

Zdroj: Corbett, Jenkinson: „How is investment financed? A study of Germany, Japan, The united Kingdom and The United States“ citováno v Vejsejtl (2004).

### 2.2.1. Zdroje financování v závislosti na vývojové fázi firmy

Přes jasnou dominanci interních zdrojů při financování podnikatelské činnosti jsou firmy v řadě případů nuceny vyhledat zdroje externí, zejména v růstové fázi, kdy ještě negenerují dostatečné zisky a realizují nákladné investiční projekty. Externí zdroje mohou mít mnoho podob; nejdůležitějším dělicím kritériem je, zda se jedná o zdroje spadající do vlastního kapitálu (emise akcií, vstup strategického partnera či rizikový kapitál), nebo o dluhové zdroje (úvěry, dluhopisy). Náklady na jednotlivé zdroje financování jsou různé, všeobecně budou náklady vyšší pro malé firmy, což zohledňuje vyšší rizika pro investora těchto firem. Vysoké náklady na úpis akcií či dluhopisů obvykle odradí malé firmy od této formy financování,

<sup>8</sup>Vajsejtl (2004)

žádají proto o bankovní úvěr. Ani zde však nemusí pochodit, banky nejsou ochotny nést vysoká rizika spojená se startem podnikání. Nejschůdnější cestu pak často představuje hledání nějakého strategického partnera či tichého společníka nebo využití trhu rizikového kapitálu.

Pro větší a „zralejší“ firmy se nabídka zdrojů financování rozšiřuje a zlevňuje; takové firmy mohou bez větších potíží splnit podmínky pro udělení úvěru či využít emisi dluhopisů. Řada firem upřednostňuje dluhové zdroje, neboť akciové financování klade na firmu vysoké nároky, a to jak finanční v podobě nákladné procedury „due diligence“<sup>9</sup> a různých poplatků, tak i nefinanční v podobě nároků na zveřejnění citlivých informací, které mohou společnost poškodit v konkurenčním boji.

V některých případech však přes všechna negativa firma přistoupí k emisi akcií, za hlavní přínosy tohoto zdroje financování můžeme považovat:

- snížení zadlužení společnosti,
- motivaci manažerů či zaměstnanců nákupem akcií firmy,
- diverzifikaci rizika pro dosavadní vlastníky,
- splnění vysokých nároků (zejména poskytnutí informací) při vstupu na burzu, které zvyšuje zájem všech investorů (zlepší se podmínky i pro dluhové financování).<sup>10</sup>

## 2.2.2. Zdroje financování v závislosti na historickém vývoji a tradicích

Využití jednotlivých finančních zdrojů k financování firmy se jednak liší v závislosti na velikosti firmy, jednak vychází z odlišného historického vývoje a tradic. Obecně se vyvinuly dva základní finanční systémy:<sup>11</sup>

- anglosaský systém (nazývaný také „outsider“ systém)
- kontinentální systém (nazývaný také německý systém či „insider“ systém)<sup>12</sup>

<sup>9</sup> Proces ohodnocení podniku, který má investorům zajistit dostatek informací pro rozhodování o investiční příležitosti. Procedura „due diligence“ pomáhá snížit asymetrii informací.

<sup>10</sup> Porovnání negativ a pozitiv se významně mění, pokud se nejedná o primární emisi akcií (tzv. IPO), ale o emisi akcií již veřejně obchodované firmy. V případě dalších emisí řada nákladů odpadá, neboť na trhu již existuje informace o ceně akcií dané firmy.

<sup>11</sup> Porovnání charakteristik jednotlivých modelů je uvedeno v Příloze 1.

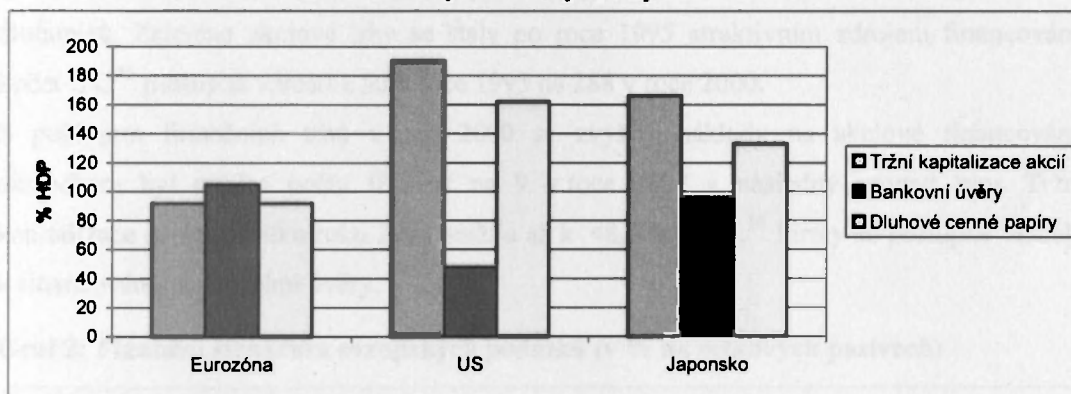
<sup>12</sup> Většina autorů používá dělení na tyto 2 základní systémy s dodatkem, že ostatní systémy jsou kombinací těchto dvou; Mlčoch (1996). Jiní autoři používají členění na základě míry koncentrace vlastnictví; Mejstřík (2005). Někteří se přiklánějí spíše k jemnějšímu členění, například Van den Berghe (2002) klasifikuje vedle anglosaského a německého systému ještě latinský (Francie, Belgie, Itálie, Španělsko) a japonský, které se na pomyslné ose nacházejí mezi anglosaským a německým systémem.



### 2.3.1. Finanční systémy v zemích EU15

Tyto dva finanční systémy jsou však pouze modelové.<sup>13</sup> Neexistují v žádné zemi v čisté formě, a to ani v zemích, které jim daly svá jména. Každý národní finanční systém je jejich kombinací, přičemž jsou v něm více či méně zastoupeny charakteristiky některého z nich. Graf 1 ukazuje odlišnosti finanční struktury v eurozóně, USA a Japonsku. USA tradičně reprezentuje spíše anglosaský model, přestože řadu charakteristik původního modelu již nenaplnjuje. Většina zemí Evropské unie tradičně patří spíše ke kontinentálnímu modelu.

Graf 1: Porovnání finanční struktury eurozóny<sup>14</sup>, Japonska a USA v roce 2000



Zdroj: Seifert (2000)

### 2.3. Vývoj finančních systémů v Evropě

Přestože se většina členských států Evropské unie řadí ke kontinentálnímu modelu financování, v 90. letech se velmi rychle rozvíjely kapitálové trhy a snižoval se význam tradičních bankovních zprostředkovatelů. Hnací silou těchto změn byly významné změny demografické, vlna finančního liberalismu a rozvoj informačních technologií. Otázkou je, do jaké míry tento trend zasáhl jednotlivé členské státy, a jak významnou roli má tedy v současnosti akciový trh ve finanční struktuře členských států Evropské unie v porovnání s bankovními úvěry a trhem dluhopisů. Jelikož byl vývoj nových členských států poměrně specifický, budeme se mu věnovat zvláště v části 2.3.2..

<sup>13</sup> Každý z těchto modelů má své výhody a nevýhody. Otázku, který z nich je nejlepší, se snaží zodpovědět řada autorů; např. Allen, Gale (2000), Levine (2002).

<sup>14</sup> Je výhodné použít místo Evropské unie hodnoty pro eurozónu, neboť zde není zastoupena Velká Británie spojovaná spíše anglosaským modelem, která by mohla evropský průměr zkreslit.

## 2.3.1. Finanční systémy v zemích EU15

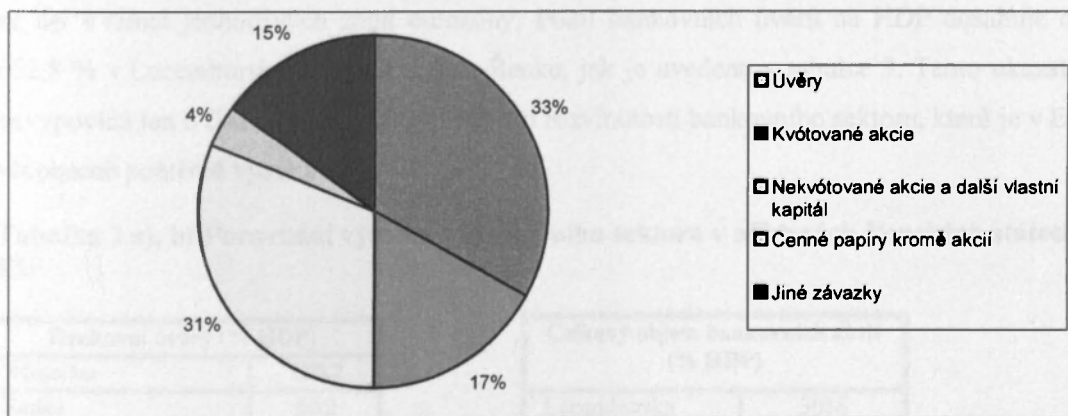
### 2.3.1.1. Zdroje financování evropských firem

I přes rostoucí zájem evropských firem o alternativní zdroje financování zůstávají banky dominantním zdrojem externího financování. Ani významný růst trhu dluhopisů a akcií v 90. letech nedokázal významně a trvale změnit podíl bankovních půjček na externích finančních zdrojích evropských firem.

V 90. letech vzrostl s boomem akciových a dluhopisových trhů objem emitovaných akcií a dluhopisů. Zejména akciové trhy se staly po roce 1995 atraktivním zdrojem financování. Počet IPO<sup>15</sup> postupně vzrostl z 50 v roce 1995 na 288 v roce 2000.

S poklesem finančních trhů v roce 2000 se zvýšily náklady na akciové financování, důsledkem byl pokles počtu IPO až na 9 v roce 2003 a následný propad trhu. Tržní kapitalizace se na počátku roku 2003 snížila až k 48,5 % HDP.<sup>16</sup> Firmy se postupně vracely k financování bankovními úvěry.

**Graf 2: Finanční struktura evropských podniků (v % na celkových pasivech)**



Zdroj: European Commission FIM (2004)

I přes dočasný pokles zájmu o akciové trhy, způsobený především poklesem trhu, se rozšířila paleta finančních instrumentů využívaných firmami (viz Graf 2). Banky však zůstávají dominantním zdrojem externího financování. Ani významný růst trhu dluhopisů po zavedení jednotné měny nedokázal ovlivnit důležitý podíl bankovních půjček na externích finančních zdrojích evropských firem.

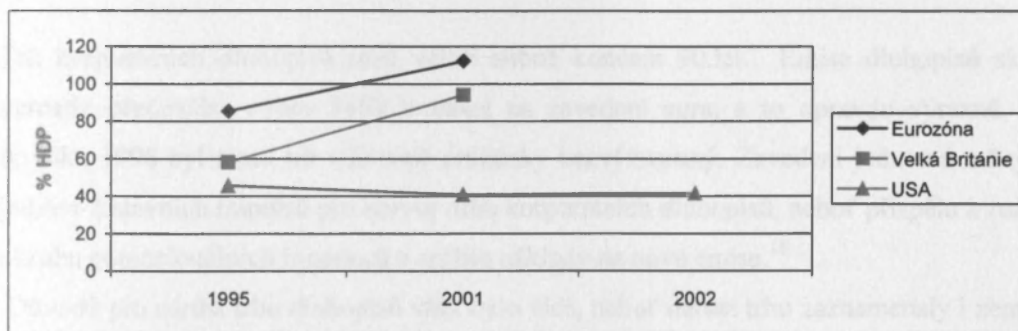
<sup>15</sup> IPO znamená „initial public offering“, tedy první veřejnou nabídku akcií.

<sup>16</sup>European Commission FIM (2004).

i) Bankovní úvěry

Význam bankovních úvěrů v kontinentální Evropě potvrzuje i graf 3. Velká Británie a USA používají bankovních úvěrů ve srovnání s eurozónou významně méně.

**Graf 3: Bankovní úvěry na HDP**



Zdroj: European Commission FIM (2004)

Přestože všeobecně zaujímá bankovní sektor v Evropské unii významné postavení, jeho role se liší v rámci jednotlivých zemí eurozóny. Podíl bankovních úvěrů na HDP dosahuje od 652,8 % v Lucembursku až po 60,2 % v Řecku, jak je uvedeno v tabulce 3. Tento ukazatel nevypovídá jen o finanční struktuře, ale také o rozvinutosti bankovního sektoru, která je v EU všeobecně poměrně vysoká.

**Tabulka 2 a), b): Porovnání významu bankovního sektoru v některých členských státech EU**

Bankovní úvěry (% HDP)	
Německo	128,7
Řecko	60,2
Francie	94,7
Irsko	138,7
Itálie	77,4
Lucembursko	652,8

Celkový objem bankovních aktiv (% HDP)	
Lucembursko	3018
Německo	302
Finsko	118
Řecko	143
Francie	255

Zdroj: European Commission FIM (2004)

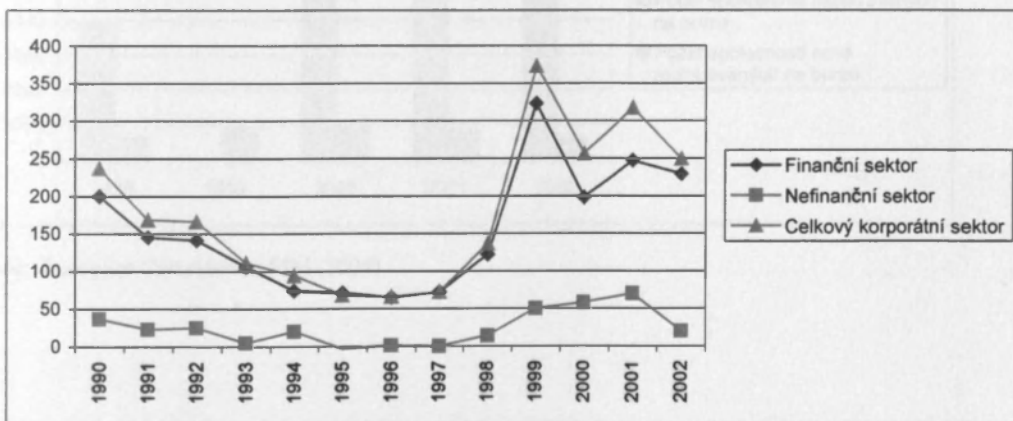
## ii) Trh dluhopisů

Trh dluhopisů je v Evropské unii poměrně dobře rozvinutý. Nominální hodnota všech obchodovaných dluhopisů se odhaduje na 40 bilionů euro, což je zhruba čtyřikrát více než hodnota všech akcií obchodovaných na evropských burzách. Naprostou většinu evropských obchodovaných dluhopisů však představují vládní dluhopisy, korporátní dluhopisy tvoří maximálně 10 % celkového objemu.<sup>17</sup>

Trh korporátních dluhopisů rostl velmi slibně koncem 90.let. Emise dluhopisů skokově vzrostly především v roce 1999 v reakci na zavedení eura, a to opravdu výrazně, neboť do roku 1998 byl tento trh v Evropě prakticky bezvýznamný. Zavedení jednotné měny bylo jedním z hlavních impulsů pro rozvoj trhu korporátních dluhopisů, neboť přispělo k rozšíření okruhu potencionálních investorů a snížilo náklady na nové emise.<sup>18</sup>

Důvodů pro nárůst trhu dluhopisů však bylo více, neboť nárůst trhu zaznamenaly i země EU, které do eurozóny nevstoupily. Za rozvojem trhu dluhopisů pravděpodobně stojí vlna restrukturalizací a privatizací<sup>19</sup>, která zasáhla Evropu v letech 1999 - 2001.

**Graf 4: Emitované dluhopisy – čistá pozice jednotlivých subjektů, porovnání sektorů (v mld. Euro)**



Zdroj: Hartmann, Maddaloni, Manganeli, (2003)

<sup>17</sup> V roce 2003 to bylo 8,5 % dle European Commission FIM (2004).

<sup>18</sup> Před zavedením eura firmy, které měly zájem emitovat dluhopisy na zahraničních trzích, musely využít služeb investiční banky s marketingovou a tržní studií prostředí s danou měnou. Se zavedením eura se významně zvýšila konkurence v této oblasti, což snížilo náklady na emisi dluhopisů. Poplatky, které ještě v roce 1994 dosahovaly v průměru dvojnásobku amerického průměru, poklesly na úroveň USA. (Citováno z Santos, Tsatsaronis (2002)).

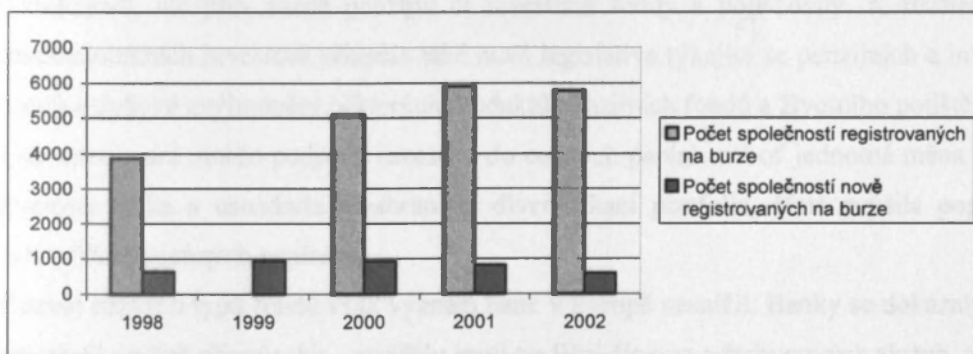
<sup>19</sup> Největší privatizační aktivita proběhla v Itálii (zde byl zprivatizován např. ENAL, místní největší poskytovatel elektrické energie). Co se týče restrukturalizace vstupují na trh s veřejnou nabídkou akcií významné evropské firmy: Deutsche Post, Infineon Technologies, Orange a Alstom. Citováno z Hartmann, Maddaloni, Manganeli, (2003) str.14

Ovšem zatímco vlna fúzí a akvizic v Evropě pokračovala, trh dluhopisů zaznamenal již v roce 2000 významný propad. (Vývoj primárního je znázorněn v grafu 4.) Trh byl od roku 2000 negativně ovlivněn ekonomickým cyklem a účetními skandály, které poškodily důvěru investorů v korporátní sféru.

### iii) Akciový trh

Evropské akciové trhy expandovaly silně v 90. letech. To se projevilo v počtu nově registrovaných titulů na burzách a zvýšení tržní kapitalizace, jak je uvedeno v grafu 5 a 6.<sup>20</sup> Tento trend zasáhl v podstatě všechny trhy EU na přelomu tisíciletí. Ke zlomu ve vývoji tržní kapitalizace dochází v roce 2001, od té doby se až do roku 2003 výrazně snižovala aktivita na kapitálových trzích, oživení přichází v roce 2003, kdy tržní kapitalizace vzrostla na 66,4 % (viz. graf 6). Růst trhů, i když poněkud nižší, byl zaznamenán i v roce 2004.<sup>21</sup>

**Graf 5: Počet společností registrovaných na evropských burzách**

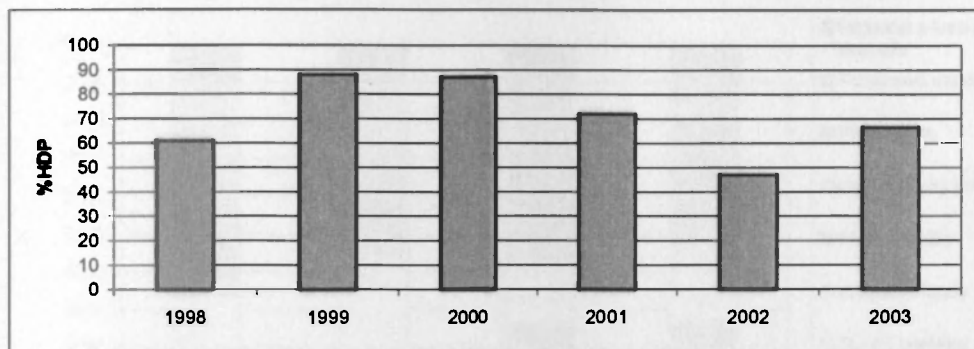


Zdroj: European Commission FIM (2004)

<sup>20</sup> Svoji měrou v některých zemích přispěla i privatizace (např. v Itálii).

<sup>21</sup> Výjimkou jsou např. Itálie, Belgie nebo Rakousko, které zaznamenaly v roce 2004 až 30%-ní nárůst dle OECD (2005b).

**Graf 6: Tržní kapitalizace akcií na evropských burzách (%HDP)**



Zdroj: European Commission FIM (2004)

### **2.3.1.2. Struktura portfolia investorů**

I na straně nabídky kapitálu dochází v 90. letech k řadě změn. Mění se demografická struktura zvýšila poptávku po dlouhodobých cenných papírech, obvykle ne přímo ze strany domácností, ale přes různé penzijní či investiční fondy a pojišťovny. K rozšíření těchto institucionálních investorů přispěla také nová legislativa týkající se penzijních a investičních fondů a daňové zvýhodnění některých produktů penzijních fondů a životního pojištění.<sup>22</sup>

I zavedení eura mohlo podpořit investice do cenných papírů, neboť jednotná měna odstranila kurzová rizika a usnadnila přeshraniční diverzifikaci portfolia, čímž zvýšila poptávku po zahraničních cenných papírech.

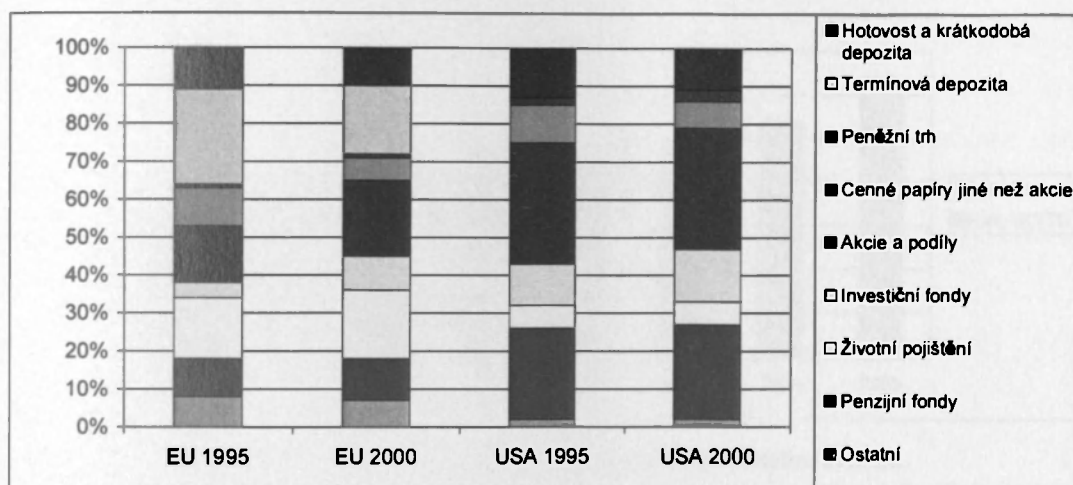
Rozvoj různých typů fondů však význam bank v Evropě nesnížil. Banky se dokázaly novému prostředí pružně přizpůsobit, rozšířily svoji tradiční činnost o řadu nových služeb, takže dnes vlastní většinu nových fondů.

#### *i) Domácnosti*

Následující tabulka nám ukazuje základní strukturu aktiv evropských a amerických domácností. Přes jistou změnu mezi lety 1995 a 2000 je zjevné, že evropské domácnosti preferují bankovní depozita, a co se týče finančních aktiv, investují do nich spíše méně a výhradně přes zprostředkovatele – investiční fondy, pojištění atd.

<sup>22</sup> Tento trend se projevil především ve Francii, Itálii a Belgii. Citováno z Hartmann, Maddaloni, Manganelli, (2003) str. 12.

**Graf 7: Finanční aktiva domácností v EU a USA, porovnání v letech 1995 a 2000**



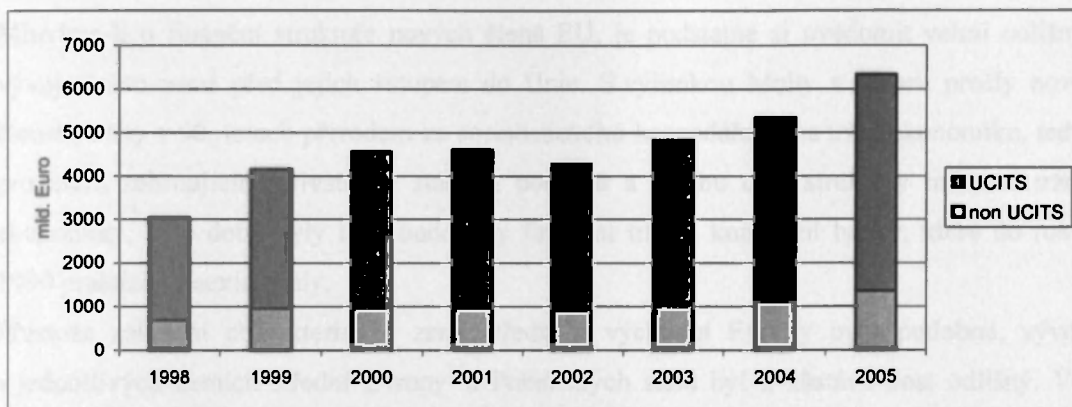
Zdroj: European Commission FIM (2004)

### ii) Investiční fondy

V posledních letech se zvyšuje význam investičních fondů. Kolektivní investování je od poloviny 90. let jedním z nejrychleji rostoucích finančních sektorů: čistá aktiva držaná fondy vzrostla od roku 1998 do roku 2005 na dvojnásobek, jak ukazuje graf 8. Přesto však pozice fondů v EU není zdaleka tak významná jako v USA, objem čistých aktiv evropských fondů dosahuje zhruba poloviny objemu fondů amerických.<sup>23</sup>

<sup>23</sup> V roce 2005 dosahoval objem čistých aktiv amerických fondů 7548677 mil. Euro, zatímco objem fondů EU pouze 4922618 mil. euro, jak vyplývá z dat IFA. (V této hodnotě jsou započítány všechny členské státy EU kromě Pobaltských států, Slovinska, Kypru a Malty, jejichž hodnoty nebyly k dispozici.)

**Graf 8: Čistá aktiva evropských investičních fondů<sup>24</sup> v mld. euro**



Poznámka: Hodnoty se vztahují ke konci roku, pouze hodnota za rok 2005 k třetímu kvartálu.

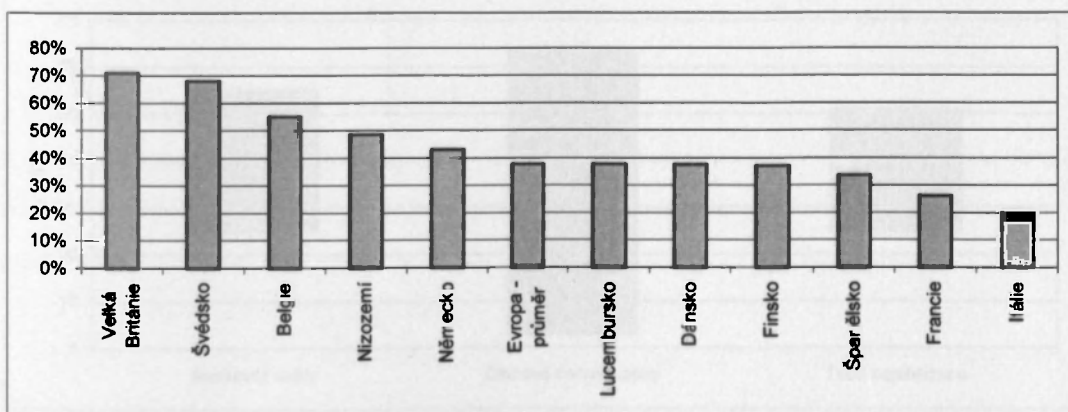
**UCITS** – Fondy určené k veřejné distribuci s přesným omezením investic a pravidly pro rozložení rizika. Investují do cenných papírů na veřejných trzích.

**Non UCITS**-Fondy nad rámec UCITS - uzavřené či se zvláštním zaměřením (deriváty, nemovitosti atd.)

Zdroj:EFAMA

Fondy investují do celé řady cenných papírů, nás však zajímá především podíl akcií v jejich portfoliích, který ukazuje graf 9. Podíl akcií v portfoliích fondů je v členských státech různý; to dokresluje naši představu o různém významu akciových trhů v jednotlivých členských státech.

**Graf 9: Podíl akcií v portfoliu evropských fondů (% z celkových aktiv)**



Zdroj: EFAMA

<sup>24</sup> Dělení fondů na tzv. UCITS a nonUCITS zavádí v Evropské unii direktiva 85/611/EEC.



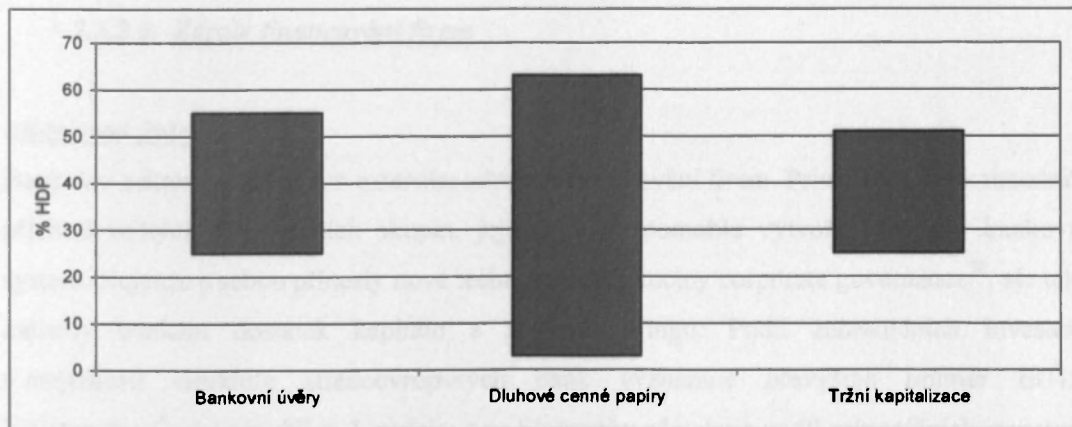
### 2.3.2. Finanční systémy nových členských států Evropské unie

Mluvíme-li o finanční struktuře nových členů EU, je podstatné si uvědomit velmi odlišný vývoj těchto zemí před jejich vstupem do Unie. S výjimkou Malty a Kypru prošly nové členské státy v 90. letech přerodem ze socialistického hospodářství na tržní ekonomiku, tedy procesem zahrnujícím privatizaci státních podniků a tvorbu celé struktury institucí tržní ekonomiky. V té době byly také budovány finanční trhy a komerční banky, které do roku 1990 prakticky neexistovaly.

Přestože základní charakteristiky zemí střední a východní Evropy byly podobné, vývoj v jednotlivých zemích střední Evropy<sup>25</sup> a Pobaltských států byl a zůstává dost odlišný. Ve všech zemích byl vytvořen nový sektor bank a pojišťoven i kapitálový trh. Využití a podoba kapitálového trhu se však v jednotlivých zemích značně liší. Například v Litvě a Lotyšsku se rychle rozvinul trh vládních dluhopisů, což nepřímo podpořilo i rozvoj trhu korporátních dluhopisů, a v Estonsku se díky penzijní reformě podařilo posílit význam akciového trhu.

Všeobecně však kapitálový trh nových členských států není příliš rozvinutý. Ve finanční struktuře většiny zemí střední a východní Evropy mají největší význam banky, jak ukazuje graf 10.<sup>26</sup> Ty byly již od počátku zapojeny i do aktivit kapitálového trhu, zastávaly úlohu brokerů, prodejců a depozitáře a staly se tak tzv. univerzálními bankami<sup>27</sup>, které jsou v kontinentálním systému běžné.

**Graf 10: Rozptyl finanční struktury nových členských států (2004)**



Zdroj: European Commission FIM (2005)

<sup>25</sup> Česká republika, Slovensko, Maďarsko, Polsko a Slovinsko.

<sup>26</sup> Pro zajímavost uvedeme konkrétní čísla České republiky a nejbližších sousedů: na Slovensku je podíl bankovních aktiv blízko 90 %, v ČR 74 %, v Polsku 76 % a v Maďarsku 82 % (Zdroj: European Commission FIM (2005))

<sup>27</sup> Po jistém váhání se k tomuto modelu připojilo i Maďarsko, které původně chtělo zabránit aktivitám bank na akciových trzích.

Volba kontinentálního modelu odpovídá do jisté míry evropské tradici, ale je také důsledkem skutečnosti, že angloamerický systém vyžaduje vysokou úroveň právní ochrany a transparentnosti, a tu se v mladém demokratickém systému nepodařilo zajistit. (Tímto a dalšími problémy finančního sektoru v nových členských státech se zabývá příloha 5.)

Výhodou bankovního systému je, že nevyžaduje tak rozvinutou tržní infrastrukturu složenou z finančních specialistů, auditorů atd.

Přes velký pokrok zejména v bankovním sektoru a v pojišťovnictví zaostává úroveň finančního sektoru středoevropských zemí nadále za EU15 i Maltou a Kypr. V roce 2003 bankovní aktiva v nových členských státech v průměru představovala 77 % HDP oproti 280 % v EU15, s výjimkou Malty a Kypru finanční aktiva nepřesahují 100 % HDP.<sup>28</sup> Ve druhém nejvýznamnějším segmentu - pojištění zaostávají nové členské státy za evropským průměrem ještě významněji. V Polsku, České republice a Maďarsku představuje pojištění pouze 7 - 10 % HDP a pobaltských zemích ještě méně, oproti tomu v EU dosahuje objem aktiv pojištěven v průměru 55 % HDP. Aktiva ostatních finančních institucí (penzijní fondy a fondy nekontrolované bankami a další finanční zprostředkovatelé) postupně rostou, ale zůstávají v průměru s 10 % hluboko pod 90 %, která jsou průměrem EU15.<sup>29</sup>

### **2.3.2.1. Zdroje financování firem**

#### **i) Bankovní úvěry**

Bankovní sektor je základním externím zdrojem financování firem. Privatizace bank umožnila příchod velkých zahraničních skupin, jejichž účast pomohla vytvořit efektivní bankovní systém. Nejenže s sebou přinesly nové technologie a principy corporate governance<sup>30</sup>, ale také zajistily bankám dostatek kapitálu a zvýšení ratingu. Podíl zahraničních investorů v majetkové struktuře středoevropských bank významně převyšuje průměr EU15. V Estonsku, České republice, Lotyšsku a na Slovensku přesahuje podíl zahraničních investorů dokonce 95 % (viz následující tabulka)

<sup>28</sup> ECB: „Report on EU banking structures“ (2004).

<sup>29</sup> European Commission FIM (2005)

<sup>30</sup> Corporate governance můžeme definovat mnoha způsoby, všeobecně tímto pojmem rozumíme systém, kterým jsou společnosti řízeny a kontrolovány. Systém corporate governance zahrnuje soubor vztahů, které se vytvoří mezi managementem, představenstvem a akcionáři společnosti.

**Tabulka 3: Podíl zahraničního vlastnictví na celkových aktivech bank**

Země	Kypr	ČR	Estonsko	Maďarsko	Litva	Lotyšsko	Malta	Polsko	Slovinsko	Slovensko	EU15
% celkových aktiv	12,3	96	97,5	82,3	95,6	46,3	67,6	67,8	36	96,3	24

Zdroj: European Commission FIM (2005)

Právě díky příchodu zahraničních investorů do bank se efektivita bankovního sektoru blíží úrovni EU15 více než úroveň trhu akcií a dluhopisů, neboť účast zahraničních skupin zajistila bankovnímu sektoru ještě před vstupem do Evropské unie dostatečnou likviditu. Bankovní sektor byl proto jako jediný téměř zcela integrován s Evropskou unií ještě před květnem 2004.

#### ii) Trh dluhopisů

Trhy dluhopisů se postupně rozvinuly ve všech nových členských ekonomikách. V některých zemích zůstaly velmi slabé (např. Estonsko, 3,3 % HDP), někde se rozvinuly více a dosahují až kolem 70 % HDP (Kypr).

Jak ukazuje tabulka 4, naprostá většina emitovaných dluhových cenných papírů jsou vládní dluhopisy či dluhopisy finančních institucí, korporátní dluhopisy nejsou příliš rozšířené.

**Tabulka 4: Objem emitovaných dluhopisů**

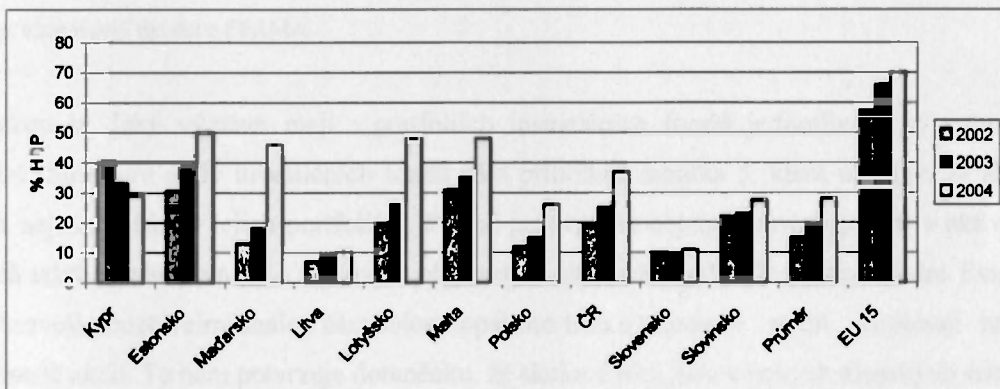
Země	Vládní dluhopisy	Dluhopisy finančních institucí	Korporátní dluhopisy	Objem dluhopisů v mil. Euro
	v % z celkového objemu			
Kypr	79	20	1	7006
Česká republika	40	54	6	45146
Estonsko	43	34	23	268
Litva	90	7	3	1098
Lotyšsko	95	2	2	2661
Maďarsko	79	19	2	45490
Malta	87	4	9	3055
Polsko	85	6	9	69462
Slovinsko	55	43	2	11480
Slovensko	89	5	6	10992

Zdroj: European Commission FIM (2005)

### iii) Akciový trh

Oproti trhu dluhopisů je trh akcií doposud velmi málo vyvinut. Tržní kapitalizace dosahuje v průměru pouhých 28 % HDP oproti 70 % EU15, ale v posledních letech postupně rostla ve všech nových členských státech kromě Kypru. Se vstupem do Evropské unie se podle předpokladů zvýšil zájem investorů o středoevropské trhy, jejichž legislativa je harmonizována s Evropskou unií. Některé empirické studie ukazují, že vstup do EU ovlivnil středoevropské trhy již po roce 2000, kdy EU ohlásila jejich přijetí do Unie.<sup>31</sup>

**Graf 11: Tržní kapitalizace akciových trhů nových členských států (v % HDP)**



Zdroj: European Commission FIM (2005)

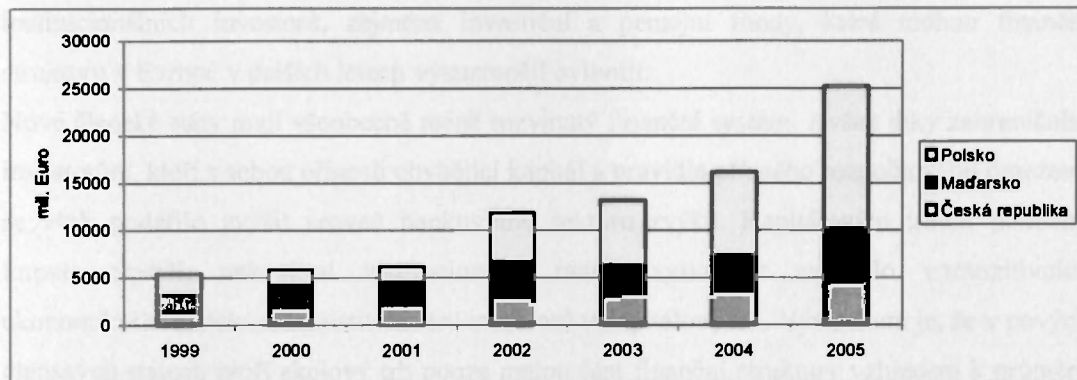
#### 2.3.2.2. Struktura portfolia investorů

Pro rozvoj kapitálového trhu je podstatná i strana nabídky kapitálu; nerozvinutým akciovým trhům by mohl pomoci zájem domácností o cenné papíry a především institucionální investoři. Jelikož nemáme potřebná data ke zhodnocení finanční struktury domácností, zaměříme se pouze na investiční fondy<sup>32</sup>. V grafu 12 vidíme, že význam investičních fondů ve střední Evropě narůstá, a to zejména v posledních letech.

<sup>31</sup> Dvořák, Podpiera (2005).

<sup>32</sup> Ve střední Evropě se rozvinuli i další institucionální investoři, jako např. penzijní fondy. Jejich význam v jednotlivých ekonomikách však silně závisí na konkrétním právním prostředí a prováděných reformách penzijního systému. Například na Maltě, kde přetrvává systém „pay as you go“ se investiční a penzijní fondy téměř nerozvinuly. Oproti tomu na Slovensko se díky důchodové reformě rozvinuly penzijní fondy ovládané obvykle nadnárodními investičními skupinami. Také pobaltské státy již přistoupily k reformě penzijního systému, což zvýšilo zájem o penzijní fondy, v Polsku se změna penzijního systému dokonce projevila ve zvýšení likvidity kapitálového trhu. V České republice však potřebná penzijní reforma dosud neproběhla a penzijní fondy zde získávají na významu jen velmi pomalu. (citováno z European Commission FIM (2005))

**Graf 12: Investiční fondy v nových členských státech (objem čistých aktiv v mil. euro)<sup>33</sup>**



Zdroj: vlastní graf dle dat z EFAMA

Otázkou je, jaký význam mají v portfoliích investičních fondů jednotlivé typy cenných papírů. Strukturu aktiv investičních fondů nám přibližuje tabulka 5, která ukazuje, že akcie tvoří nejmenší část v jejich portfoliích. Pokud porovnáme objem cenných papírů v aktivech fondů států střední Evropy s celkovým objemem v aktivech fondů EU, státy střední Evropy představují pouze velmi malou část celoevropského trhu a nejmenší podíl zaujímají právě v případě akcií. To nám potvrzuje domněnku, že akciové trhy jsou v nových členských státech málo rozvinuté, nejen oproti zemím s anglosaským modelem financování, ale i ve srovnání s průměrem Evropské unie.

**Tabulka 5: Význam investičních fondů nových členských států v rámci EU**

	AKCIE		DLUHOPISY		PENĚŽNÍ TRH	
	v mld.USD	% EU <sup>1</sup>	v mld.USD	% EU <sup>1</sup>	v mld.USD	% EU <sup>1</sup>
<b>Evropa</b>	<b>1517216</b>	<b>100%</b>	<b>867736</b>	<b>100%</b>	<b>753072</b>	<b>100,00%</b>
ČR	317	0,02%	1086	0,13%	2944	0,39%
Maďarsko	589	0,04%	2603	0,30%	2751	0,37%
Polsko	2209	0,15%	4853	0,56%	2470	0,33%
Slovensko	111	0,01%	1204	0,14%		

Poznámka: údaje k peněžnímu trhu na Slovensku a dalším státům střední a východní Evropy nejsou k dispozici

<sup>1</sup> Podíl akcií/dluhopisů/nástrojů peněžního trhu v portfoliích národních investičních fondů k celkovému objemu akcií/dluhopisů/nástrojů peněžního trhu v portfoliích evropských fondů

Zdroj: vlastní tabulka dle dat ICI

Pokud hodnotíme současnou finanční strukturu Evropské unie, musíme konstatovat, že ani vysoký růst trhu akcií a dluhopisů nedokázal zpochybnit převahu bankovních úvěrů ve

<sup>33</sup> Údaje o ostatních nových členských státech nejsou k dispozici.

finanční strukturu členských států EU. Na druhou stranu se v Evropě úspěšně etablovala řada institucionálních investorů, zejména investiční a penzijní fondy, které mohou finanční strukturu v Evropě v dalších letech významněji ovlivnit.

Nové členské státy mají všeobecně méně rozvinutý finanční systém. Avšak díky zahraničním investorům, kteří s sebou přinesli chybějící kapitál a pravidla přísného rozpočtového omezení, se však podařilo zvýšit úroveň bankovního sektoru. Kapitálovým trhům podobný impuls chyběl, nekvalitní institucionální rámec vytvářený narychlo v tranzitivních ekonomikách nedokázal zajistit důvěru investorů v kapitálový trh. Výsledkem je, že v nových členských státech tvoří akciový trh pouze malou část finanční struktury vzhledem k průměru Evropské unie. Se vstupem do Evropské unie se ovšem zvyšuje důvěra nejen domácích, ale i zahraničních investorů ve středoevropské trhy, proto lze předpokládat pokračující nárůst významu akciových trhů v nových členských státech směrem k evropské úrovni

### 3.1. Pozitivní vliv rozvinutého kapitálového trhu na ekonomiku

V 80. letech minulého století převládá v USA a v celé druhé polovině 20. století a především akciový trh představuje základní nástroj ekonomiky. Ekonomický vývoj USA, jehož roční růst HDP byl v průměrně vyšší než růst v Evropě, však také doprovázela vysoká inflace. Postupně se začaly objevovat teorie, že podoba finančního systému v ekonomice je důležitá a může poskytovat pozitivní externality. Vznikla řada prací, které se snaží vysvětlit souvislosti mezi rozvojem kapitálových trhů (především akciového trhu) ve finanční strukturu země ekonomiky.

Podle Levina a Zervosa (1998)<sup>27</sup> existují vzájemné vztahy mezi růstem HDP a podílem finančního trhu. Zdá se, že existuje určitá korelace mezi rozvojem akciového trhu a růstem HDP.

<sup>27</sup> Levin, Zervos (1998).  
<sup>28</sup> Tento vztah je velmi silný a stabilní. Vzhledem k tomu, že akciový trh je velmi rozvinutý v USA, lze očekávat, že v ostatních zemích bude tento vztah méně výrazný. V letech 1970-1980 byl roční růst HDP v USA v průměru 4,5%, zatímco v ostatních zemích Evropy byl nižší.

### 3. Význam evropské integrace akciových trhů

---

Po dlouhou dobu byla podoba finančního systému v ekonomice chápána jako přirozený výsledek historického vývoje, který si vynutil vznik finančních trhů a zprostředkovatelských institucí. V 80. letech minulého století v USA a Velké Británii dokonce převládl názor, že kapitálový, a především akciový trh představuje překážku růstu ekonomiky, neboť roztříštěné vlastnictví vede k tomu, že akcionáři upřednostňují okamžitý krátkodobý zisk před dlouhodobým zdravým růstem firmy.<sup>34</sup> Postupně se sice ukázalo, že rozvinutý akciový trh je pro ekonomiku přínosem, avšak v řadě menších ekonomik se nepodařilo rozvinutý akciový trh vytvořit. Jakým způsobem lze tento handicap vyřešit? Co přináší firmám a investorům liberalizace kapitálových toků a možnosti přeshraničních investic a cross-listingu? Může evropská integrace rozšířit výhody plynoucí ze současné podoby přeshraničních investic a cross-listingu? To budou otázky, které se pokusíme zodpovědět v této kapitole. Naším cílem je ověřit, že evropská integrace usnadní přeshraniční investice a cross-listing a tím zjednoduší a zlevní přístup evropských firem k akciovému financování a zároveň pomůže investorům levněji dosahovat geografické diverzifikace portfolia.

#### 3.1. Pozitivní vliv rozvinutého kapitálového trhu na ekonomiku

V 80. letech minulého století převládl v USA a Velké Británii názor, že kapitálový, a především akciový trh představuje překážku růstu ekonomiky. Ekonomický vývoj USA, jehož roční růst HDP byl neporovnatelně vyšší než růst v Evropě, však tuto domněnku vyvrátil. Postupně se začaly objevovat úvahy, že podoba finančního systému v ekonomice je důležitá a může poskytovat pozitivní externalitu. Vznikla řada prací, které se snaží prokázat korelaci ekonomického růstu s významem kapitálových trhů (především akciového trhu) ve finančním systému dané ekonomiky.

Například Levin, Zervos (1998)<sup>35</sup> zkoumali vztah mezi růstem HDP a podobou finančního systému, měřenou buďto jako podíl tržní kapitalizace akcií k HDP nebo jako podíl

---

<sup>34</sup> Murrer (2001) str. 7.

<sup>35</sup> Tento příklad je pouze jedním z mnoha. Podobným způsobem zkoumali vztah ekonomického růstu a finančního systému King a Levine (1993), kteří studovali vývoj v 80 zemích v letech 1969 - 1980, aby viděli, zda determinanty finančního systému implikují dlouhodobý ekonomický růst.

bankovních úvěrů na HDP. Obě měřítka finančního systému jsou významně korelovaná s ekonomickým růstem, zároveň je koeficient pro akciový trh vyšší, což ukazuje na vyšší význam akciového trhu pro růst.<sup>36</sup>

Rajan, Zingales (2001)<sup>37</sup> rozdělili průmyslové podniky do kategorií podle jejich kapitálové náročnosti, respektive množství externích zdrojů, které poptávají. (Firmy s nejvyšším růstem vytvořily kategorii kapitálově nejnáročnější.) Následně sledovali vývoj těchto firem v různých finančních systémech. V zemích s rozvinutým akciovým trhem byl růst firem s nejvyššími nároky na externí financování systematicky vyšší a objemy jejich tržeb zde rostly rychleji než v zemích s nerozvinutým kapitálovým trhem.

Přestože tyto studie potvrzují vztah mezi růstem ekonomiky a akciovým trhem, existují i studie potvrzující opak. Například Filer, Hanousek, Campos (2000) došli k tomuto závěru: *„Existuje pouze slabý vztah mezi aktivitou akciového trhu a budoucím ekonomickým růstem, zejména pro méně rozvinuté země. Takže jakkoliv hraje rozvinutý akciový trh významnou roli v moderní ekonomice, nemá rozhodující vliv na ekonomický růst.“*

Pro vyřešení otázky významu akciového trhu v ekonomice lze vyjít přístupu Globálního Institutu Mc Kinsey<sup>38</sup>, který za hlavní měřítko růstu HDP považuje produktivitu kapitálu. Předpokládá, že *„zatímco produktivita práce konvergovala výrazněji během posledních 50 let v důsledku transferu technologií a know-how, kapitálová produktivita se mezi národními ekonomikami dost liší“*. Pro vývoj ekonomiky je rozhodující produktivita práce i kapitálu, dvou hlavních výrobních faktorů, proto pokud můžeme považovat produktivitu práce za srovnatelnou, bude produktivita kapitálu pro rozdíl v růstu vyspělých ekonomik rozhodující.<sup>39</sup> Z grafu 2 vyplývá, že v průměru Evropa zaostává v produktivitě kapitálu o jednu třetinu za USA, a to i přes jisté zlepšení v 90. letech.

---

<sup>36</sup> Každý 10% nárůst v podílu tržní kapitalizace zvyšuje růst HDP o 1 %.

<sup>37</sup> V této práci revidují svůj předchozí výzkum z roku 1998: *Financial Dependence and Growth*, *American Economic Review* 88, 559-586.

<sup>38</sup> Seifert (2000) str. 82.

<sup>39</sup> Toto zjednodušení je poněkud problematické, neboť podíváme-li se na poslední údaje OECD (2005a) o produktivitě práce ve vyspělých ekonomikách, dosahovaná úroveň se pohybuje od 38 % pro Polsko, až po 121 % pro Lucembursko. (Přičemž úroveň produktivity práce v USA je 100%.) Přesto je produktivita kapitálu významným determinantem vývoje HDP, ale její význam ovšem nesmí být přeceňován.



**Graf 13: Porovnání produktivity kapitálu v USA a Evropě**

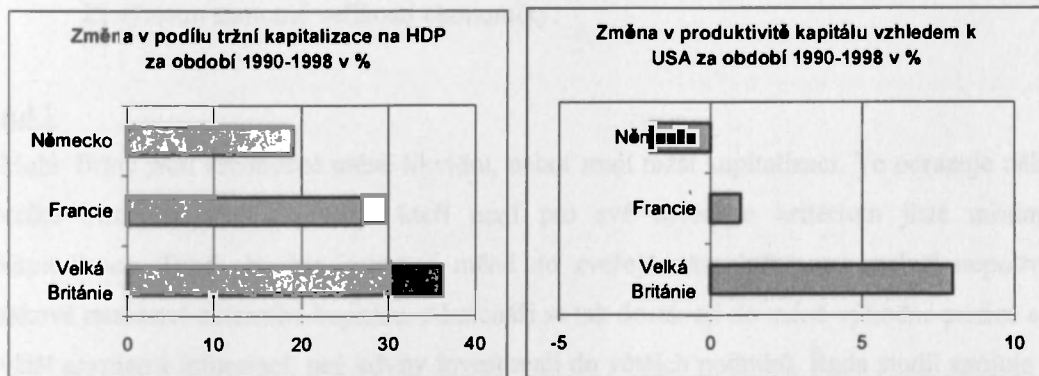


Zdroj: Seifert (2000) dle údajů McKinsey Global Institut

Z grafu 13 vyplývá vztah mezi produktivitou kapitálu a vývojem HDP. Dále je třeba identifikovat vztah mezi produktivitou kapitálu a rozvinutostí kapitálového trhu. Pro určení míry rozvinutosti kapitálového trhu používá studie McKinsey hodnoty tržní kapitalizace k HDP dané země.

V grafu 14 vidíme, že vyšší růst změn podílu tržní kapitalizace na HDP měl za následek pozitivní změnu produktivity kapitálu. Tímto způsobem lze jednoduše potvrdit vztah významu akciového trhu v ekonomice a ekonomického růstu.

**Graf 14: Vliv velikosti změny v podílu tržní kapitalizace na HDP na změnu v produktivitě kapitálu**



Zdroj: Seifert (2000)

### 3.2. Problémy kapitálových trhů v malých ekonomikách

Pokud zhodnotíme celkový přínos akciového trhu pro ekonomiku, zdá se, že ekonomika bez rozvinutého akciového trhu je jaksí ochuzená o významný zdroj růstu a v konkurenci s ostatními se jen těžko uplatní. Zejména mnohé malé státy mají problém s vytvořením dostatečně rozvinutého kapitálového trhu. Řada zemí si ve druhé polovině 20. století uvědomila význam akciového trhu a začala jej budovat jakožto protiváhu bankovního sektoru. Nejedná se pouze o rozvinuté ekonomiky, tento trend zasáhl i řadu rozvojových zemí; ze studií IBRD ovšem vyplývá, že řada těchto pokusů byla neúspěšná.<sup>40</sup> Většina těchto trhů je dnes nelikvidních s velmi malým objemem obchodů. Důvodem pro tento neúspěch je především nedostatečná velikost trhu, neboť empirie ukazuje, jak je obtížné dosáhnout likvidního a efektivního kapitálového trhu s akciemi s malou kapitalizací a v malé zemi. Otázka tedy zní: jsou malé země odsouzeny k prohře v konkurenčním boji s velkými akciovými trhy? A měly by se opravdu pokoušet za každou cenu vybudovat vlastní akciový trh, který jim poskytne veškeré výše uvedené výhody?

Ke zodpovězení těchto otázek se zaměříme na dvě základní charakteristiky malých ekonomik, které způsobují malé výnosy z rozsahu a zvyšují náklady na akciové obchody :

- 1) význam malých firem v ekonomice,
- 2) význam samotné velikosti ekonomiky.

#### Ad 1

Malé firmy jsou všeobecně méně likvidní, neboť mají nižší kapitalizaci. To odrazuje některé velké institucionální investory, kteří mají pro své investice kritérium jisté minimální kapitalizace. Také obvykle investují méně do zveřejňování informací, neboť nepotřebují takové množství externího kapitálu. Akcionáři se tak dostávají do méně výhodné pozice a trpí větší asymetrií informací, než kdyby investovali do větších podniků. Řada studií spojuje tyto charakteristiky s malou likviditou.<sup>41</sup>

<sup>40</sup> Hanson, Honohan, Majnoni (2003).

<sup>41</sup> Např. Chordia, Shivakumar, Subrahmanyam, (2003).

## Ad 2

Malé země mají obvykle menší množství investorů a menší finanční sektor s méně zdroji určenými pro řízení burz. Malé země jsou v nevýhodě zejména v případě tvorby nákladné tržní infrastruktury a legislativního rámce, která se vyznačuje nízkými marginálními náklady a vysokými fixními náklady:

- náklady na regulaci,
- náklady na provoz burzy, clearingových center a depozitářů,
- náklady na dostatečný objem finančních zprostředkovatelů,
- náklady na šíření a zpracování informací.

Většina těchto nákladů je v konečném důsledku placena investory ve formě poplatků za provedení obchodu a firmami ve formě poplatků za záznam na burze. Jelikož jsou tyto náklady fixní, projevují se úspory z rozsahu při dostatečném množství transakcí na akciovém trhu. Na menších trzích však neprobíhá velké množství transakcí a náklady zůstávají vysoké.<sup>42</sup>

V případě malých ekonomik mohou vysoké fixní náklady na sofistikovaný kapitálový trh přesáhnout jeho potencionální přínos. Pro malé ekonomiky může být ekonomicky výhodnější rezignovat na likvidní kapitálový trh.

S rozvojem informačních technologií (zejména internetu) se ovšem v posledních letech daří náklady na akciový trh snižovat;<sup>43</sup>

- snižuje se počet kvalifikovaných (a drahých) odborníků,
- probíhá dematerializace cenných papírů, která přeměnila depozitáře cenných papírů do počítačových databází,
- snižují se náklady na přenos informací,
- snižují se náklady na jednotlivé transakce; to pomůže realizovat řadu dosud nevýhodných obchodů, které jsou v malých ekonomikách poměrně čtené.

Fixní náklady na regulaci a tvorbu kvalitního legislativního rámce zůstávají vysoké a je nutné do těchto oblastí investovat. Zlepšení regulace a zajištění vyšší transparentnosti informací je

---

<sup>42</sup> To dokazuje i široká studie Shah, Thomas (2003), která zmapovala transakční náklady na zrealizované obchody 1600 brokerských firem na 208 světových burzách ve 42 zemích. Prokázala, že země s velkou tržní kapitalizací (všeobecně velké země) dosahují vyšší likvidity akciového trhu.

<sup>43</sup> V číslech to znamená, že náklady na fungování burzy se schopností zpracovat denně 10000 obchodů byly v roce 2000 stokrát nižší než v roce 1980. Citováno z Shah, Thomas, (2003), str. 161.

jediný způsob, jak se malá země může stát atraktivní pro zahraniční investory. Pouze s jejich příchodem se vynaložené náklady mohou vrátit<sup>44</sup>.

### 3.2.1. Řešení problémů malé ekonomiky s nelikvidním akciovým trhem

Po zhodnocení všech nákladů a výnosů se jednotlivé země rozhodnou, zda vytvořit kompletní vlastní akciový trh, či navázat spolupráci s jiným akciovým trhem. Studie Shah, Thomas (2003) analyzovala, jakým způsobem mohou jednotlivé země obejít vytvoření vlastního kapitálového trhu<sup>45</sup>:

- Země má vlastní instituce pro trh s cennými papíry a nadále se stará o legislativní rámec trhu. Kvůli snížení fixních nákladů se zbaví části své tržní infrastruktury (například IT infrastruktury: clearing, burzy a depozitáře) a využije tržní infrastrukturu jiné země či nezávislé infrastruktury sdílené skupinou zemí.
- Země nabízí domácím investorům, kteří spolupracují s domácími podniky, obchodování jejich akcie na finančních trzích v zahraničí.

Uvedené možnosti ukazují, že pro úspěšný ekonomický vývoj není bezpodmínečně nutné mít vlastní rozvinutý finanční systém, pokud jsou náklady na něj příliš vysoké. Jestliže takový trh vznikne, mohou být náklady na obchodování na něm tak vysoké, že investoři i firmy začnou využívat služeb zahraničních, likvidnějších trhů. To, jaký má finanční systém vliv na růst, závisí na jeho kvalitách – jeho šíři a efektivnosti; na malém trhu se ovšem těchto kvalit často nedaří dosáhnout.

Z toho vyplývá, že je důležitější vytvořit dostatečný legislativní rámec než budovat nějakou konkrétní finanční strukturu. To umožní vstup zahraničních investorů, pro které je dostatečně kvalitní legislativní rámec a efektivní vynucení práva rozhodujícím kritériem pro investice.<sup>46</sup> Dále je potřeba zajistit dostatečnou otevřenost domácích finančních služeb zahraniční konkurenci, která přispívá k rozvoji finančního systému bez ohledu na jeho konkrétní podobu<sup>47</sup>.

---

<sup>44</sup>Země by měla správně analyzovat své možnosti. Pokud je seznam domácích titulů nezajímavý a obchodují se spíše malé firmy, nelze ani při zlepšení infrastruktury očekávat významné zlepšení likvidity.

<sup>45</sup>Obě varianty jsou detailně popsány v Příloze 2.

<sup>46</sup>To vyplývá z dotazníkového šetření McKinsey&Company (2002).

<sup>47</sup>Vztah mezi otevřeností ekonomiky a ekonomickým růstem dokládá např. studie Fratzscher, Bussiere, (2004). Empirická analýza provedená na souboru vyspělých i rozvojových zemí ukazuje, že zatímco v krátkém období je tento vztah negativní, v dlouhém a středním období je vztah mezi otevřeností ekonomiky a růstem výrazně pozitivní.

### 3.3. Využití zahraničních kapitálových trhů

Pokud není domácí trh schopen zajistit podnikům potřebné zdroje za výhodných podmínek, nezbyvá než hledat interní zdroje či získat kapitál na zahraničních trzích.

V posledních dvou desetiletí došlo ke zrychlení globalizace finančních trhů, což odstranilo řadu bariér pro přeshraniční investice. Celkové přeshraniční toky kapitálu mezi rezidenty v USA a v ostatních zemích reprezentovaly méně než 1% HDP v roce 1980, zatímco dnes je to okolo 30 % HDP Spojených států. Přístupů k zahraničním investorům se vyvinula celá řada. Firma může získat zahraniční kapitál:

- přímou zahraniční investicí,
- portfoliovou investicí:
  - zahraniční investor koupí akcie na domácím trhu,
  - registrace akcií na zahraniční burze (cross-listing),
  - emise depozitních certifikátů,<sup>48</sup>
- joint venture se zahraniční firmou.

V posledních letech zaznamenaly velký rozmach především přímé investice. Mezi rozvojovými zeměmi se o ně strhl doslova boj; jednotlivé země se navzájem předhánějí v poskytnutých investičních pobídkách, přesto však v celkovém objemu zahraničních investic za vyspělými ekonomikami zaostávají.

Podobný nárůst se projevil i v případě portfoliových investic, na které se zaměříme v této části. Pokusíme se zhodnotit přínosy cross-listingu<sup>49</sup> a porovnáme je s depozitními certifikáty.

#### 3.3.1. Přínosy a náklady cross-listingu pro firmy

V roce 1997 dosáhl počet společností, které registrovaly své akcie i na zahraniční burze, 4703. Následoval ale ostrý propad: do roku 2001 poklesl jejich počet na 2429, do roku 2004 pak vzrostl jen na 2632<sup>50</sup>.

Uvedené hodnoty odrážejí fakt, že řada firem má motivaci k získání zdrojů na zahraničních kapitálových trzích. Mezi hlavní přínosy vstupu na zahraniční akciový trh lze zařadit:

- získání kapitálu za nižších nákladů,

<sup>48</sup> Jedná se o finanční cenné papíry, které reprezentují veřejně obchodovanou akcií (nebo dluhový cenný papír) společnosti registrované na jiné burze, než je tento cenný papír obchodován. Jsou obvykle denominovány v UDS, ale mohou být denominovány i v jiné měně; viz Holická (2004).

<sup>49</sup> Registrace akcií na zahraniční burze.

<sup>50</sup> Karolyi (2006).

- zlepšení likvidity akcií firmy,
- diverzifikace struktury vlastníků, která snižuje závislost firmy na vývoji domácí ekonomiky a může být podobnou výhodou jako diverzifikace portfolia investora,
- mediální prezentace společnosti, zvýšení publicity jejího produktu na zahraničním trhu,
- zlepšení corporate governance.

Snížení nákladů na kapitál a zvýšení likvidity akcií bylo doposud považováno za hlavní motiv ke vstupu na zahraniční kapitálový trh. Pokud firma získává kapitál na likvidním zahraničním trhu, náklady na kapitál se významně sníží díky postupující integraci světových kapitálových trhů a odstranění překážek pohybu kapitálu.

S postupující integrací trhů se ovšem zvýšily některé náklady spojené se vstupem na zahraniční trh (jedná se především o oblast corporate governance). Stulz, (1999) definuje ve své práci mechanismy kontroly managementu, jejichž se význam bude s postupující globalizací kapitálových trhů a přeshraničními investicemi zvyšovat<sup>51</sup>. Právě nedostatek těchto kontrolních mechanismů v některých zemích či konkrétních firmách snižuje potencionální přínos spojený se vstupem na rozvinutý kapitálový trh, neboť změny kontrolních mechanismů vyžadují vynaložení vysokých nákladů<sup>52</sup>.

Přestože náklady na institucionální změnu uvnitř firmy při vstupu na zahraniční burzu mohou být vysoké, může být v některých případech samo zlepšení principů corporate governance motivem k registraci na zahraniční burze.<sup>53</sup> Management se tímto rozhodnutím zavazuje dodržovat přísná pravidla rozvinutého právního systému a burzy.

Výzkum prokázal, že v zemích s méně rozvinutým právním systémem je často vlastnictví silně koncentrované a řada těchto firem nemá o zahraniční akcionáře zájem<sup>54</sup>. Cross-listing se tak může stát pro firmu cestou, jak dosáhnout optimální strukturu vlastnictví, které se jim nedaří dosáhnout ve stávajícím legislativním systému.

<sup>51</sup> Projevuje se především velká rozdílnost pravidel na burzách v různých zemích. Např. ve Velké Británii je povoleno medvědí řízení trhu, ve kterém spekulátoři snižují cenu akcií prostřednictvím krátkých prodejů, což je zcela zakázáno ve Velké Británii. V Belgii, Švédsku nebo Itálii je poměrně vágní legislativa týkající se „insider“ obchodů. /Řecko zase dosud nemá vládní agenturu, která by chránila zájmy investorů. (International Investment Fraud (2006) )

<sup>52</sup> Kontrolní mechanismy, jejichž změna vyžaduje vysoké náklady, jsou uvedeny v Příloze 3.

<sup>53</sup> Např. Karolyi (2006), Stulz (1999) a také studie Abdallah, Goergen (2005) zamítá hypotézu, že „registrace akcií v zemi s anglosaským systémem, kde jsou lépe chráněna práva minoritních akcionářů, signalizuje závazek akcionářů kvalitněji ochránit minoritní akcionáře“.

<sup>54</sup> Doidge (2004) ve své studii potvrdil vztah mezi kontrolou a cross-listingem: „vysoká koncentrace vlastnictví snižuje pravděpodobnost, že firma bude registrována na burze v USA.“

Existují však zároveň pochybnosti, že regulační autorita rozvinutého trhu je schopna v registrovaných firmách kvalitně zajistit dodržování všech principů corporate governance<sup>55</sup>.

Náklady související se zavedením přísnějších principů corporate governance nejsou jediné, se kterými musí firmy počítat. Nejvyšší náklady plynou:

- ze zpracování výkazů dle odlišných požadavků burzy,
- z registrace na burze,
- z legislativních závazků v zemi, na jejíž burze se obchodují akcie firmy, především daně a legislativní překážky obchodu,
- z informační bariéry (z nákladů na seznámení se s odlišným legislativním systémem a případně z jazykové bariéry),
- z problémů se stanovením korektní ceny akcie.

Většina nákladů při cross-listingu je tedy spojená s uvedením akcií na trh a vyrovnáním se s odlišnými požadavky burzy. Pouze problémy se stanovením korektní ceny akcie představují jiný případ. Při registraci akcií firmy na více burzách dochází k soutěži market-makerů na jednotlivých burzách o nejvýhodnější ceny, to snižuje náklady na nákup/prodej akcie, ale zároveň komplikuje efektivní oceňovací proces. Zdá se, že domácí trh nadále hraje roli tvůrce ceny, ale zahraniční trhy (a především vysoce rozvinutý americký trh) postupně zvyšují svůj význam při cenotvorném procesu. Platí, že čím větší je význam zahraničního trhu ve světovém obchodu s akciemi, tím větší je jeho přínos k cenotvornému procesu<sup>56</sup>.

Vzhledem k výši nákladů spojených s registrací akcií na zahraniční burze nemusí být společnost schopna splnit všechny náročné požadavky zahraniční burzy, a i když toho schopna je, nemusí být ochotna přistoupit na vysoké náklady takového procesu. Zejména pro menší firmy je zde řada fixních nákladů, takže se celé snažení nemusí vyplatit.

### **3.3.2. Výběr zahraničního akciového trhu pro cross-listing**

Pokud se firma rozhodne k registraci na zahraniční burze přistoupit, stojí před otázkou, JAKÝ zahraniční trh je pro ni nejvhodnější. Vhodnost akciového trhu pro konkrétní firmu bude záviset na jejích charakteristikách: velikosti, vlastnické struktuře, právním prostředí domácího trhu, měnovém kurzu, omezení pro pohyb kapitálu. S ohledem na to, jaké trhy nejlépe

---

<sup>55</sup> Karolyi (2006) str.23

<sup>56</sup> To dokládají studie Halling, Pagano, Randl, a Zechner (2006) či Karolyi (2006).

uspokojí její požadavky, se firma - aby snížila náklady na přizpůsobení se odlišným požadavkům - bude snažit vybrat trh s co nejpodobnější kulturní tradicí.

Jednou z mála studií, které se zabývají otázkou výběru vhodného akciového trhu, je Saudagaran, Biddle (1995). Autoři nalézají pozitivní korelaci pravděpodobnosti cross-listingu na konkrétném trhu s úrovní výkaznictví na domácím trhu firmy a úrovní exportu z domácí země do zahraniční. Abdallah, Goergen (2005) ověřili, že pokud chce firma zvýšit likviditu svých akcií či pokud potřebuje získat velký objem kapitálu, bude preferovat rozvinutý akciový trh v zemi s anglosaskou právní tradicí.

### 3.3.3. Přínosy cross-listingu pro investory

Při přeshraničním investování získávají domácí investoři možnost obohatit své portfolio o zahraniční akcie, což jim pomůže v lepší diverzifikaci portfolia. Pokud však chtějí získávat akcie na jiném než domácím trhu, musí počítat s vysokými náklady, které nejvíce dopadají na drobné investory.

Vysoké náklady spojené s přeshraničními investicemi způsobují jev známý jako tzv. domácí vychýlení, který je pozorován téměř na všech akciových trzích.<sup>57</sup> Domácí vychýlení znamená, že investoři preferují domácí akcie na úkor zahraničních, bez ohledu na nižší výnosy, které na domácím trhu realizují. To potvrzuje i současná geografická struktura portfolií investičních fondů (viz. tabulka 6). Domácí vychýlení se po dlouhou dobu projevovalo i v Evropské unii. Schröder (2002), který zkoumal akciová portfolia evropských investorů v období 1978 - 2001, odhadl, že britští investoři drží v portfoliu 20 % zahraničních akcií oproti optimálním 80 %, která by jim přinesla dodatečný výnos 2,2 % ročně. Pro německé investory bylo optimální držet portfolio sestavené pouze ze zahraničních akcií, přesto jich drželi ve svých portfoliích pouze 20 %, čímž přicházeli o zisk 3 % ročně. Lze ovšem předpokládat, že s postupující evropskou integrací dochází v Evropské unii ke zmírnění domácího vychýlení.<sup>58</sup>

---

<sup>57</sup> Faruqee, Shujing, Yan (2004).

<sup>58</sup> Otázku současného domácího vychýlení v Evropě zodpovíme v kapitole 6.



**Tabulka 6: Podíl domácích a zahraničních investic institucionálních investorů - fondů<sup>59</sup>**

	AKCIE				DLUHOPISY			
	Domáci	Domáci (v %)	Zahraníční	Zahraníční (v %)	Domáci	Domáci (v %)	Zahraníční	Zahraníční (v %)
Svět	4 815 476	68%	2 262 944	32%	2 345 912	85%	410 348	15%
Kanada	114 797	52%	104 347	48%	53 613	91%	5 481	9%
USA	4 020 444	81%	919 577	19%	1 311 953	97%	45 358	3%
Evropa	581 654	38%	935 563	62%	644 076	74%	223 660	26%
Asie a Pacifik	48 714	14%	300 025	86%	100 314	47%	111 138	53%
Afrika	19 074	90%	2 227	10%	3 859	94%	250	6%

Zdroj: vlastní tabulka dle dat ICI (2005)

### 3.3.4. Alternativní instrumenty: depozitní certifikáty

S ohledem na výše uvedené problémy firem a investorů spojených s přístupem na zahraniční burzy byly vyvinuty tzv. depozitní certifikáty, který pomáhají překonat řadu problémů:<sup>60</sup>

- firmy, které je emitují, nemusí vyhovět tak náročným podmínkám jako při registraci akcií na zahraniční burze,
- depozitní certifikáty (dále d. c.) jsou volně obchodovány na hlavních evropských a amerických burzách,
- d. c. jsou obchodovány v souladu s americkými konvencemi clearingů a vypořádání,
- d. c. jsou kótovány v USD (či Euro) a v této měně jsou vypláceny i dividendy či úroky,
- d. c. umožňují velkým institucionálním investorům, kteří jsou limitováni domácí legislativou, kupovat a držet cenné papíry zahraničního trhu,
- d. c. překonávají bariéry vstupu na trhy rozvojových zemí,
- d. c. umožňují vyhnout se zahraniční dani při každé transakci,
- je možné nastavit počet akcií, které d. c. certifikát reprezentuje, tak, že má na zahraničním trhu podobnou hodnotu jako akcie.

<sup>59</sup> Kompletní tabulka je uvedena v Příloze 4.

<sup>60</sup> Problémy jsou citovány z Holická (2004), kde jsou podrobně vysvětleny.

### 3.4. Evropská integrace akciového trhu

Řada bariér bránících toku kapitálu byla v posledních desetiletích odstraněna, stále však přetrvávají vysoké náklady spojené s přeshraničním investováním. Je to dáno jazykovou bariérou a odlišností institucionálního rámce, který ne vždy poskytuje stejná práva domácím a zahraničním akcionářům.<sup>61</sup> I přes řadu mezinárodních iniciativ<sup>62</sup> zůstávají národní obchodní systémy a na ně navazující infrastruktura pro vypořádání obchodů mezi jednotlivými státy nekompatibilní.

Evropská unie se rozhodla jít v uvolňování překážek pro pohyb kapitálu dál než většina zemí a odstranit bariéry přeshraničních obchodů s cennými papíry. Jejím cílem je plně integrovaný kapitálový trh zajišťující rovný přístup evropských investorů a firem na kapitálové trhy členských států. To přirozeně souvisí s celým procesem evropské integrace, kdy jsou vedle kapitálu uvolňovány překážky pro volný pohyb zboží, služeb a osob. Proces evropské integrace podpořilo zavedení jednotné měny euro ve 12 členských státech, které umožnilo, že:

- při přeshraničních obchodech odpadlo měnové riziko,
- celá eurozóna sjednotila měnovou politiku,
- euro se stalo světovou měnou, cenné papíry denominované v euro se objevují na všech světových trzích.

Stěžejní pro integraci kapitálového trhu je sjednocování národních regulačních mechanismů a zjednodušení přeshraničních obchodů, což je velmi nákladný proces. Řada odborníků je však přesvědčena, že tyto krátkodobé náklady budou kompenzovány dlouhodobým pozitivním přínosem integrovaných trhů.

---

<sup>61</sup> Problém je, že výkon vlastnických práv ovlivňují kromě pravidel burzy ještě další zákony např. obchodní zákoník. Řada zdánlivě drobných odlišností může ve výsledku výkon vlastnických práv zkomplikovat. Příkladem tohoto tvrzení mohou být pravidla pro hlasovací práva - v řadě zemí panuje složitá procedura nahlášení účasti na valné hromadě, neprezenční hlasování je odmítáno.

<sup>62</sup> G-30 - konzultantská skupina v ekonomických a monetárních záležitostech, v roce 2003 vydala „Global Clearing and Settlement: A Plan of Action“, kde definovala 20 kroků potřebných k zefektivnění přeshraničního clearingů a vypořádání ve světě.

CPSS-IOSCO (Committee of Payment and Settlement Systems - International Organisation of Securities Commissions) vydaly společně „Recommendations for Securities Settlement Systems“ (2001).

Přínosy integrace kapitálových trhů můžeme rozdělit do dvou skupin: makroekonomické a mikroekonomické. Co se týče makroekonomických přínosů, většina odborníků se shoduje na následujících bodech<sup>63</sup>:

- finanční integrace může zvýšit objem a frekvenci obchodů na kapitálových trzích a zlepšit fungování finančních systémů, což má pozitivní vliv na růst,<sup>64</sup>
- integrace usnadňuje a zlevňuje přístup k zahraničnímu kapitálu,
- integrace umožní lepší dohled nad přeshraničními obchody.

V oblasti mikroekonomických přínosů můžeme jmenovat:

- sjednocování regulace, které odstraní nadměrnou byrokracii spojenou s přeshraničními obchody a pomůže zvýšit důvěru investorů v zahraniční trhy,
- Zvýšená konkurence finančních institucí na jednotném trhu, snížení nákladů na přeshraniční obchody, zejména na jejich vypořádání.
- Investorům budou dostupné služby evropských zprostředkovatelů (penzijních a investičních fondů).

Integrace s sebou ovšem přináší i jistá rizika. Toky kapitálu mohou destabilizovat finanční systémy členských států a nadměrně se koncentrovat v úspěšných ekonomikách<sup>65</sup>. Integrace by se tak mohla stát jistou hrozbou pro malé, nedostatečně rozvinuté ekonomiky, které by příliš rychle přijaly jednotnou měnu.

Přínosy integrace akciových trhů však nad případnými riziky převažují. Pokud se podaří dosáhnout jednotného evropského trhu s rovným přístupem evropských investorů na akciové trhy členských států Unie, bude odstraněna většina překážek spojených s přeshraničním investováním v EU, což umožní plně využít přínosů, které s sebou přeshraniční investování a cross-listing přináší. Odstranění bariér zajistí subjektům z menších členských států získat přístup na likvidní jednotný trh.

Přínosy evropské integrace akciového trhu jsou nesporné. Otázkou je, do jaké míry se Evropské unii daří akciové trhy integrovat, tedy vytvářet jednotný legislativní rámec a snižovat náklady spojené s přeshraničním investováním. Odpověď na tuto otázku budeme hledat v následujících kapitolách.

<sup>63</sup> Jsou jmenovány a podrobně popsány ve Freixas, Hartmann, Mayer (2004).

<sup>64</sup> Giannetiho zpráva v roce 2002 odhadla vliv integrace na ekonomický růst ve výši 1 % HDP.

<sup>65</sup> Touto otázkou se zabývá teorie optimální měnové oblasti, která upozorňuje na negativní důsledky zavedení jednotné měny a zároveň uvolnění všech kapitálových toků v případech, kdy měnovou oblast zasahují tzv. asymetrické ekonomické šoky.

## 4. Evropská legislativa v oblasti integrace akciových trhů

---

Proces integrace akciového trhu Evropská unie zahájila vytvářením nadnárodního legislativního rámce. Cílem evropské legislativy v oblasti kapitálového trhu je zajistit prostor, v němž by emitenti cenných papírů měli zajištěn volný vstup na zahraniční burzy a ve kterém by investoři disponovali rovným přístupem k základní tržní infrastruktuře v jakémkoliv z evropských států, aniž by to vyžadovalo jejich fyzickou přítomnost. Ovšem harmonizace evropských právních systémů je velice komplikovaná, neboť národní právo je výsledkem odlišného historického vývoje a tradic. V této kapitole se pokusíme ověřit hypotézu 1, totiž že současný legislativní proces Evropské unie není schopen vytvořit vhodný právní rámec zajišťující jednotný akciový trh. Abychom mohli hypotézu potvrdit nebo vyvrátit, seznámíme se nejprve stručně s dosavadní evropskou legislativou. Poté se zaměříme na problematický proces jejího schvalování, vynucování a sjednocování dohledu nad jednotným trhem.

### 4.1. Vývoj evropské legislativy v oblasti kapitálových trhů a finančních služeb

Základní legislativní rámec pro společný trh kapitálu a finančních služeb položila již v roce 1958 Římská smlouva, ustanovující Evropské hospodářské společenství. Podle ní měl společný trh kapitálu pomoci vytvořit základ pro společný trh.

Tehdejší přístup k integraci kapitálového trhu byl založen na harmonizaci regulačních předpisů v celém EHS v maximální možné míře, ale to byl tak náročný a nákladný úkol, že nakonec zablokoval téměř veškeré integrační snahy v této oblasti. Integrace tak od 60. let až do poloviny 80. let nijak významně nepostoupila.

V polovině 80. let navrhla Cockfieldova zpráva o dobudování společného trhu nový přístup založený na tzv. minimální harmonizace, tedy:<sup>66</sup>

- minimální harmonizaci předpisů závazných pro všechny členské státy,
- vzájemném uznávání předpisů členských států,

---

<sup>66</sup> European Commission (1985).

- regulaci podle předpisů země, kde má firma své sídlo platná pro všechny evropské pobočky firmy.

Změna přístupu zahájila skutečnou harmonizaci akciových trhů. V následujících letech byla přijata řada významných směrnic. Jmenujme několik z nich:

- směrnice upravující přípuštění cenného papíru na jakoukoliv evropskou burzu;<sup>67</sup>
- směrnice o **jednotném pase**, která umožnila investičním společnostem podnikat po celé Evropě bez vysokých administrativních nákladů; zároveň ujasnila i dohled nad investičními společnostmi působícími ve více členských státech, zavedla princip kontroly dozorovým orgánem mateřské členské země a vzájemné uznávání licencí udělených dozorovými orgány jiného členského státu<sup>68</sup>;
- směrnice o **vzájemné uznávání prospektů veřejně obchodovatelných cenných papírů** usnadnila firmám cross-listing akcií na evropských burzách;<sup>69</sup>
- směrnice upravující minimální **požadované informace při akvizici či divestici** majoritního podílu ve veřejně obchodovatelné společnosti, která pomáhá sladit požadavky jednotlivých států na poskytované informace a usnadňuje přeshraniční akvizice;<sup>70</sup>
- směrnice týkající se **obchodování na základě vnitřních informací**, jež sjednocuje pravidla proti zneužití interních informací.<sup>71</sup>

Praktické dopady těchto směrnic byly kvůli administrativním překážkám a problémům s určením regulátora nakonec menší, než se čekalo. Rozhodující změny přinesly až směrnice z 90. let:

- směrnice o **investičních službách**, která harmonizuje některá pravidla pro investiční společnosti, aby usnadnila vzájemné uznávání národních autorizací.<sup>72</sup>
- směrnice o kapitálové přiměřenosti investičních firem a úvěrových institucí.<sup>73</sup>

<sup>67</sup> Konkrétně směrnice 79/279/EEC, 80/390/EEC a 82/121/EEC – všechny byly později zkonsolidovány do směrnice 2001/34/EC.

<sup>68</sup> Jednotný pas byl definován ve směrnici 85/611/EEC, na ni navázaly směrnice 2000/12/EC a 2004/39/EC, zajišťující dostatečnou ochranu všem klientům těchto investičních společností.

<sup>69</sup> směrnice 89/298/EEC.

<sup>70</sup> směrnice 88/627/EEC.

<sup>71</sup> směrnice 89/592/EEC, dnes již není v platnosti.

<sup>72</sup> směrnice 93/22/EEC, později byla novelizovaná směrnici 97/9/EC a směrnici 95/26/EC.

<sup>73</sup> směrnice 93/6/EEC, později byla novelizovaná směrnici 98/33/EC a směrnici 98/31/EC.

- směrnice o **pojištění proti úpadku investičních společností**, která harmonizuje pravidla na ochranu investorů.<sup>74</sup>

Tyto směrnice konečně realizují principy navržené v 80. letech Cockfieldovou zprávou. Zavádějí tak pro oblast cenných papírů obdobný přístup, jaký je využíván v bankovníctví.

Ustanovují:

- harmonizaci základních standardů v rámci členských států,
- vzájemné uznávání regulačních podmínek stanovených členským státem, kde má společnost sídlo, ze strany národních regulačních autorit ostatních členských států,
- koordinaci jednotlivých národních regulačních orgánů státem, kde firma sídlí.

Hlavní politickou prioritou se integrace kapitálového trhu a finančních služeb stala až na konci 90. let. Na konferenci v Cardiffu v roce 1998 dostala Evropská komise za úkol zaměřit se na další prohloubení integrace v této oblasti, a tak mohl být o rok později v Kolíně nad Rýnem přijat **Akční plán pro finanční služby (FSAP)**, prezentující politické priority Evropské unie v oblasti finančních služeb na období 1999 - 2005. Akční plán obsahoval řadu konkrétních kroků<sup>75</sup>:

- dokončení jednotného kapitálového trhu, které má usnadnit aliance mezi burzami a zejména vypořádacími systémy,
- zajištění otevřeného a bezpečného trhu finančních služeb pro investory (zejména menší investory) pomocí lepší informovanosti subjektů, transparentnosti procedur a vyšší bezpečnosti při přeshraničním poskytování finančních služeb,
- zajištění stability evropských finančních trhů,
- odstranění daňových překážek integrace kapitálového trhu.

FSAP (1999 - 2005) si dal za cíl implementovat do roku 2005 veškeré potřebná pravidla z oblasti finančních služeb v členských státech a především zajistit konsistentní implementaci těchto pravidel do národního práva členských států.

<sup>74</sup> směrnice 97/9/EC.

<sup>75</sup> Jednotlivé kroky jsou v akčním plánu detailně rozvedeny. Plán obsahuje i seznam legislativních opatření, která mají být přijata ke splnění jednotlivých cílů .

Realizace cílů akčního plánu však byla velmi pomalá, neboť celý systém byl nevhodně postavený. Zdlouhavá procedura spolurozhodování Rady ministrů a Evropského parlamentu brzdila přípravu nové legislativy<sup>76</sup>.

Přetrvávající problémy při naplňování akčního plánu vedly v roce 2000 k sestavení tzv. **výboru moudrých** pod vedením Alexandra Lamfalussyho. Cílem výboru bylo identifikovat příčiny pomalého postupu implementace a zdůvodnit přetrvávající fragmentaci finančních trhů. V únoru 2001 výbor zveřejnil finální zprávu, ve které určil jako hlavní problém vysokou rigiditu dosavadní legislativy a její neschopnost vyhovět požadavkům trhu. Pro zlepšení doporučil:

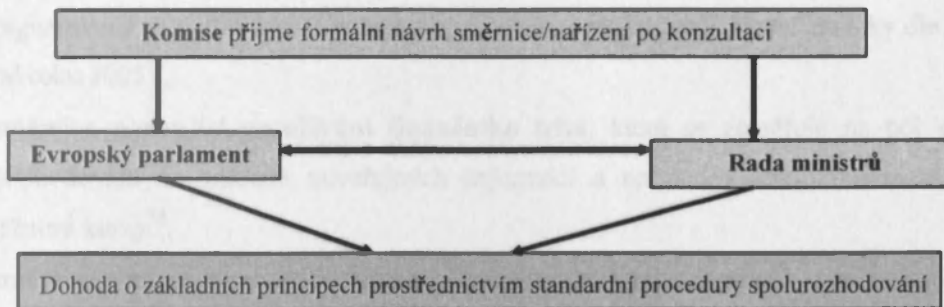
- přijetí nového legislativního procesu založeného na 4 úrovních, který má zpružnit přijímání nové legislativy (schéma systému je uvedeno v obrázku 1); narozdíl od původního systému je zde standardní procedura spolurozhodování použita pouze na úrovni 1, tedy při přípravě hlavních konceptů evropské politiky; na dalších úrovních, kde jsou specifikovány technické detaily, již Evropský parlament pouze dohlíží a neúčastní se schvalování návrhů;
- ustanovení Evropské komise pro cenné papíry (ESC) a Výboru evropských regulátorů trhu cenných papírů (CESR);

---

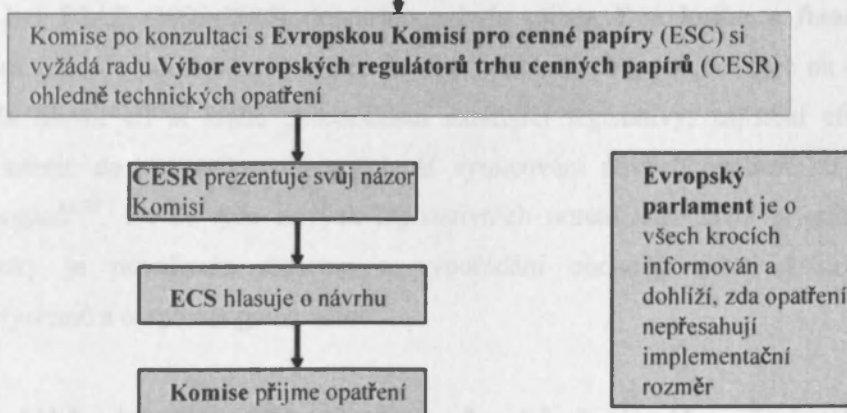
<sup>76</sup> Procedura spolurozhodování je definována ve Smlouvě o založení Evropského společenství (ve znění CELEX 11957 E).

**Obrázek 1: Lamfalussyho legislativní proces**

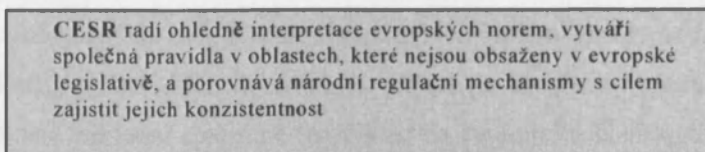
**Úroveň 1**



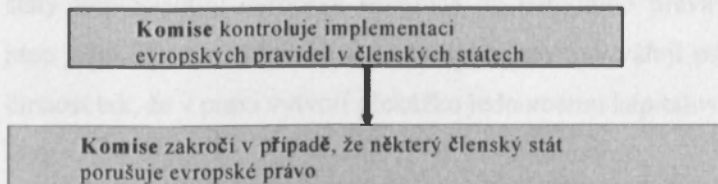
**Úroveň 2**



**Úroveň 3**



**Úroveň 4**



Zdroj: Lamfalussy (2001)



Nový systém zjednodušil proces přijímání legislativy, po jeho zavedení se podařilo v rychlém sledu schválit řadu legislativních norem:

- nařízení o **mezinárodních účetních standardech (IAS)**, které nutí společnosti registrované na evropských burzách připravovat konsolidované účetní závěrky dle IAS od roku 2005<sup>77</sup>,
- směrnice **potírající zneužívání finančního trhu**, která se zaměřuje na boj proti obchodování na základě neveřejných informací a na nedovolenou manipulaci s tržními kurzy<sup>78</sup>,
- směrnice o transparentnosti informací o emitentovi cenného papíru.<sup>79</sup>

V roce 2005 byl FSAP (1999-2005) dokončen a byla přijata **Bílá kniha o finančních službách**, která definuje politické cíle Evropské unie v oblasti finančních služeb na období 2005-2010. Za hlavní cíl si klade „konsolidaci existující legislativy, zajištění efektivní transpozice směrnic do národního práva a lepší vynucování nových opatření ze strany regulačních orgánů“<sup>80</sup>. Co se týče nových legislativních norem, za hlavní prioritou pro následující roky je považován clearing a vypořádání obchodů nebo sjednocování informačních systémů a corporate governance<sup>81</sup>.

## 4.2. Potenciál legislativy EU pro vytvoření jednotného akciového trhu

Přestože výčet schválených evropských legislativních norem je úctyhodný, není bohužel dostatečných. Řada legislativních norem byla přijata po dlouhém vyjednávání v okleštěné podobě a na některé základní směrnice (například na směrnici o clearing a vypořádání) se dosud čeká.

Dalším problémem je implementace dosavadních směrnic do národního práva členských států. Členské státy implementují evropské směrnice do národního práva často špatně či pozdě, některé jdou ještě dále a s ohledem na „národní zájmy“ vytvářejí pravidla regulující podnikatelskou činnost tak, že v praxi vytvoří překážku jednotnému kapitálovému trhu.

---

<sup>77</sup> Nařízení 1606/2002.

<sup>78</sup> Směrnice 2003/6/EC.

<sup>79</sup> Směrnice 2004/109/EC.

<sup>80</sup> White paper: Financial service policy 2005-2010.

<sup>81</sup> Euractiv, (8.12.2004).

Také fragmentovaný dohled nad evropským kapitálovým trhem nepřispívá harmonizaci evropské legislativy. Dosavadní koordinace činnosti národních regulátorů nemusí být v případě velkých celoevropských finančních skupin optimální.

Z tohoto zhodnocení vyplývají tři stěžejní problémy evropského zákonodárství:

- komplikovaný proces přijímání legislativy,
- složitost vynucování legislativy ze strany Evropské komise a
- nekoordinovaný dohled nad evropským kapitálovým trhem.

Otázkou je, z čeho tyto problémy pramení, a zda se je daří či nedaří odstranit. .

#### 4.2.1. Proces přijímání legislativy

Lamfalussyho zpráva odsoudila dosavadní legislativní proces v EU jako rigidní a příliš zdouhavý. Prosadila nový čtyřstupňový legislativní postup pro schvalování nové legislativy v oblasti finančních služeb (viz obrázek 1).

V procesu schvalování legislativy figurují dvě nové instituce:

- **Evropská komise pro cenné papíry** sestavená z národních představitelů a zástupců Evropské komise, jejímž úkolem je řešit technické detaily právních norem a revidovat je dle aktuálního vývojem,
- **Výbor evropských regulátorů trhu cenných papírů** jakožto následovník Fóra evropských komisí pro cenné papíry, který má zajistit konsistentní implementaci nové legislativy na národní úrovni a poskytovat rady ohledně chybějících legislativních norem.

V novém systému se Evropský parlament a Rada účastní pouze schvalování rámcového návrhu, tedy první úrovně legislativního procesu, kde je aplikována procedura spolurozhodování Parlamentu a Rady. Při doladování technických detailů Rada ani Parlament již nezasahují, tato část legislativního procesu je v rukou Evropské komise, Evropské komise pro cenné papír a Výboru evropských regulátorů, které mají lepší přístup k informacím „zdola“, a dovedou tak kvalitněji posoudit význam legislativy pro její uživatele. Tím se podařilo odstranit dosud největší překážku legislativního procesu – neúměrně dlouhé diskuse v parlamentu o technických detailech návrhů. (Příkladem dlouhých diskusí může být proces přijímání směrnice o převzetí, kterému je věnován box 1.)

Na druhou stranu ani pozice komise a výborů pro cenné papíry není jednoznačně vymezena. Lze očekávat, že obě se instituce budou snažit v systému udržet a posílit svůj význam, podobně jako parlament, prostřednictvím nejrůznějších rezolucí a navyšování své agendy.

### **Box 1: Schválení směrnice o převzetí po 14 letech politické debaty**

Po 14 letech debat schválil Evropský parlament v prosinci 2003 směrnici o převzetí. Proces jejího přijetí je důkazem problematického přijímání evropské legislativy v oblastech, kde se členské státy obávají ztráty moci při ochraně národních šampionů. Výsledná směrnice představuje minimalistické řešení, které bylo v dané situaci asi jediným možným. Cílem směrnice bylo vytvořit konzistentní pokyny pro regulátory a zajistit jednotný postup pro převzetí firmy. Její úspěch však narážel na odlišné právní tradice evropských států: zatímco ve Velké Británii je převzetí běžným jevem, většina zemí kontinentální Evropy nemá žádnou tradici institutu převzetí.

Řada evropských států nadále chrání své domácí šampiony před zahraničním převzetím s odůvodněním „specifických národních zájmů“, text směrnice se tak od počátku stal velmi politickým tématem. Hlavními body sporu bylo:

#### 1) Ustanovení regulátora, který na převzetí dohlíží

Dokud byla většina firem registrována na domácí burze, neobjevovaly se větší problémy. S integrací trhů však nastává situace, kdy je český podnik s akciemi registrovanými na německé burze cílem převzetí italské firmy. Jako nejlogičtější řešení se jeví ustanovení země, kde má cíl převzetí své sídlo, za odpovědného regulátora. Podobnou praxi ovšem odmítla například Francie, kde je příslušným regulátorem ta země, na jejímž trhu jsou akcie poprvé registrovány.<sup>82</sup> Výsledné ustanovení ve směrnici tak nakonec připouští obě řešení, čímž se nic nezkazí, ale ani nevyřeší, a problém nejistoty při přeshraničním převzetí tak přetrvává.

#### 2) Ochrana proti převzetí

Článek 9 směrnice o převzetí zakazuje managementu převzaté firmy podnikat opatření neschválená valnou hromadou, která by bránila převzetí. Pro řadu zemí byl však od počátku nepřijatelný. Výsledkem bylo ustanovení, které nechává na volbě členských států, zda tento článek do národního práva implementují či nikoliv. V řadě členských států navíc zůstala zachována další ochranná opatření: sociální pakty, omezení práva volit a práva volit vícenásobně či soukromé „zlaté akcie“.<sup>83</sup>

#### 3) Omezení práv spojených s akcií

Článek 11 omezující restriktce uvalené na hlasovací práva spojená s akciemi (např. ve švédském systému duálních akcií) a zajišťující rovná práva všech akcionářů se týká podobně jako článek 9 pouze těch členských států, které se jej rozhodnou implementovat do národního práva.

Kompromis, který byl dosažen, je sice jistým politickým úspěchem, ale pro investory není dobrou zprávou. V podstatě se oblast převzetí sjednotit nepodařilo, pro členské státy byl pouze vytvořen soubor možností, ze kterého každý zvolí tu, jež se nejvíce podobá dosavadní praxi.

<sup>82</sup> Murray (2001).

<sup>83</sup> EPP-ED (2003).

## 4.2.2. Vynucování legislativy ze strany EU

Lamfalussyho zpráva zdůrazňuje posílení vynucování legislativy, které zahrnuje do nového legislativního procesu jakožto úroveň 4 (viz. obrázek 1). Potvrzuje roli komise jakožto odpovědného subjektu v procesu vynucování unijního práva, ale zároveň zdůrazňuje roli národních regulátorů a účastníků trhu poskytujících informace v procesu vynucování legislativy.

Skutečnost ovšem ukazuje, že zatímco navrhování nových legislativních aktů nečiní Komisi problém, nedaří se jí zajistit konzistentní implementaci legislativních norem do národních právních systémů. Komise je tradičně změřena spíše na vytváření legislativy než na její vynucování, a proto se do časově i finančně nákladného procesu vynucování příliš pouštět nechce. Proces vynucování skutečně není jednoduchý: skládá se z několika stupňů varování a teprve poté následuje žaloba proti členskému státu u Evropského soudního dvora<sup>84</sup>.

Na nechuť Komise k zahájení řízení proti členským státům má pravděpodobně vliv i oslabení jejího vlivu v posledních letech. Řada evropské agendy je řešena na mezivládní úrovni a Komise je z těchto jednání vyloučena, což snižuje její význam i v oblasti vnitřního trhu, kde by měla působit nejen ve stěžejní roli ochránce dodržování evropské legislativy, ale i v roli ochránce volné soutěže.<sup>85</sup> Některé členské státy oslabení Komise zneužívají ve svůj prospěch a vědomě implementují směrnice způsobem, který odporuje myšlence jednotného trhu, případně je implementují s velkým zpožděním.<sup>86</sup> Tím se snaží chránit domácí finanční sektor před zahraniční konkurencí.

Na tento problém poukazuje řada tržních subjektů – investičních společností, burz a firem registrovaných na akciových trzích. Podle ankety uvedené v Murray (2001), str. 26 je 75 % respondentů přesvědčeno, že evropské normy transponované do národního práva členských států nejsou s unijním právem konzistentní. Přestože je to anketa staršího data, odhaluje neschopnost Evropské unie přesvědčit subjekty na evropských trzích o kvalitě bruselské legislativy. Předchozí pětiletý plán FSAP (1999 - 2005) sice vytvořil velké množství legislativních norem, nebyl ovšem dán dostatečný prostor diskusi zúčastněných stran a byl

<sup>84</sup> Úplné znění smlouvy o založení Evropského společenství (Celex 11957E), Část 5., Hlava I.

<sup>85</sup> Jak jí ukládá Smlouva o založení Evropského společenství (Celex 11957E), Část 3., Hlava VI.

<sup>86</sup> Příkladem může být případ směrnice o investičních službách, která zavádí jednotný pas. Itálie schválila zákon, že zahraniční investiční firmy musí inkorporovat italské dceřiné společnosti, pokud chtějí na italský trh vstoupit. To naprosto odporuje záměru původní směrnice; viz Murray (2001).

opomenut význam konzistentní implementace legislativních aktů do právních systémů v členských státech. (Problémem se zabývá Box 2.)

### **Box 2: Implementace směrnic z Akčního plánu finančních služeb**

Příkladem problémů s implementací může být FSAP. Směrnice, které byly v jeho rámci vytvořeny, měly být implementovány do 1.7.2005. Žádný z členských států však do té doby neimplementoval směrnici o prospektu cenného papíru. 16 států dokončuje ještě téměř rok po skončení tohoto akčního plánu směrnici o manipulaci s trhem. Komisař zodpovědný za vnitřní trh okomentoval výsledky jako „*velké zklamání*“ a zdůraznil, že Komise bude „*ostrážitě jako ostrůž*“ sledovat další vývoj.<sup>87</sup> Na stránkách vnitřního trhu EU poté zveřejnil tabulku, která hodnotí pokroky jednotlivých členských států v implementaci. Tabulka se stavem z dubna 2006 je uvedena v příloze 6. Tento způsob vynucování navrhuje již tzv. Kokova zpráva z roku 2004.<sup>88</sup> Komise v případě největších hříšníků slibuje přistoupit k žalobě u Evropského soudního dvora.

Evropská unie si problémy s vynucování legislativy uvědomuje. Nová Bílá kniha o finančních službách 2005 - 2010 si klade za hlavní cíl „konsolidaci existující legislativy, zajištění efektivní transpozice existujících směrnic do národního práva a lepší vynucování nových opatření ze strany regulačních orgánů“<sup>89</sup>. Toho, že dosavadní „pouhé“ schválení směrnice evropskou legislativou nadále stačit nebude, si je vědom i komisař pro vnitřní trh. Při schvalování dalších legislativních norem hodlá využít širší diskuse k přesvědčení všech zúčastněných subjektů<sup>90</sup>.

### **4.2.3. Dohled nad evropským kapitálovým trhem**

Roztříštěnost národních regulátorů je jedním ze zdrojů odlišné aplikace evropského práva, neboť národní regulátoři jsou odpovědní za dodržování práva kapitálových trhů v jednotlivých členských státech. Pro jednotnou aplikaci práva je podstatné, aby regulátoři svůj přístup konzultovali a dodržovali jednotná pravidla, bez posílení spolupráce regulátorů se integrace kapitálových trhů neobejde. V současné době totiž platí, že kontrola poboček nadnárodní skupiny přísluší domácí zemi a dceřiných společností hostitelské země. Problémy s koordinací trápí zejména velké evropské finanční skupiny, jejichž dceřiné společnosti operují v různých legislativních systémech, což zvyšuje náklady celé skupiny.

<sup>87</sup> Euractiv (6.7.2005).

<sup>88</sup> Ta reaguje v roce 2004 na nedostatek motivace členských států transponovat směrnice v rámci Lisabonské strategie.

<sup>89</sup> White paper: Financial service policy 2005-2010

<sup>90</sup> Euractiv (8.12.2004).

Lamfalussyho zpráva proto zdůrazňuje nutnost spolupráce národních regulátorů pro zajištění konsistentní a ekvivalentní transpozice evropských směrnic do národního práva. (Spolupráce regulátorů představuje úroveň 3 legislativního procesu, který je uveden v obrázku 1.) Hlavní roli při spolupráci národních regulátorů hraje Výbor evropských regulátorů trhů cenných papírů CESR, který vytváří doporučení a jednotné pokyny pro národní regulátory. Navazuje tak na práci Fóra evropských komisí pro cenné papíry, které jakožto neformální instituce vypracovávalo minimální standardy a pravidla chování pro evropské regulátory. Zapojením spolupráce regulátorů do formální struktury Unie se význam koordinace národních regulátorů zdánlivě posílil, ale dosavadní spolupráce není dostatečná. Otázkou tedy je, jakým způsobem lze spolupráci regulátorů posílit.

#### **4.2.3.1. Posílení spolupráce v současném systému koordinace**

Hlavní výhodou zachování koordinace regulátorů je využití specifických znalostí národních regulátorů o domácím trhu. Na druhou stranu ne vždy se daří spolupráce dosáhnout, což implikuje vyšší náklady pro investiční společnosti, které operují ve více zemích EU.

Radikálnější řešení představuje vytvoření nadřízeného regulačního orgánu, který by byl zodpovědný za veškeré části skupiny (tedy pobočky i dceřinné společnosti) bez ohledu na zemi a sektor, ve kterém podnikají<sup>91</sup>. Tento přístup však vyžaduje vysokou úroveň spolupráce mezi regulátory, kteří musí poskytnout zodpovědnému regulátorovi veškeré potřebné podklady. V případě, že regulátor chybí, vzniká ovšem velké nebezpečí konfliktu. Pro hostitelskou ekonomiku je nepřijatelné nést náklady, pokud se kontrola domácího regulátora ukázala jako neefektivní. V případě systémové krize se domácí i hostitelský regulátor pokouší o intervenci, což nutně vede k problémům s koordinací. Přesto, pokud by se tento radikální přístup prosadil (což by vyžadovalo významný zásah do národních legislativ), pomohl by významně posunout evropskou integraci kupředu.

#### **4.2.3.2. Jednotný dohled nad evropským kapitálovým trhem**

Myšlenka vytvoření jednotného evropského regulátora jako obdoby americké SEC se objevuje v médiích již po nějakou dobu, vážně se jí zabýval již Lamfalussyho výbor. Sjednocení dohledu nad evropským trhem je přirozená alternativa současného systému

---

<sup>91</sup> Tímto směrem se vydala směrnice 2002/87/EC o dohledu nad úvěrovými institucemi pojišťovny a investičními firmami ve finančních konglomerátech, kde je určen koordinující regulátor, který má roli prostředníka mezi jednotlivými sektorovými regulátory.

spolupráce - vždyť jak lépe zajistit jednotný kapitálový trh než určit jednotný dohled nad jeho pravidly?

Nadnárodní instituce nebude mít sklony k protekcionismu jako národní komise pro cenné papíry, které specifiky národních legislativ de facto odůvodňují svoji vlastní existenci a pro vlády pak není těžké prosadit s jejich pomocí specifický přístup k národním šampionům. V rychle se měnícím prostředí kapitálových trhů pomůže právě jednotná instituce zajistit jednotná pravidla a zabránit tak vytváření nových národních legislativních bariér. Ovlivnit mínění nadnárodní instituce bude těžší, čímž vlády ztratí další kanál k nesoutěžní podpoře národních podniků. U investorů jednotný dohled vzbudí důvěru, že jejich práva budou v celé Unii dodržena. Nabízí se zde paralela jednotného dohledu nad kapitálovým trhem s Evropskou centrální bankou, tedy orgánem sestaveným z expertů a dostatečně nezávislým na národní i evropské politické sféře.

Náklady na takto ambiciózní projekt by však nebyly zanedbatelné, neboť vytvoření kvalitního dohledu nad kapitálovým trhem je velmi komplexní záležitost. Například ve Velké Británii bylo k vytvoření Komise potřeba 2278 legislativních aktů.<sup>92</sup>

Rozsáhlá evropská agenda by také vyžadovala velkou instituci. Pokud se dnes například ve Francouzské komisi pro burzovní operace (COB) činí okolo 5000 rozhodnutí ročně, můžeme jich pro celou Evropu očekávat desetkrát až patnáctkrát tolik. Rozhodnutí se budou týkat jak velkých mezinárodních problémů, tak i menších národních záležitostí ze všech koutů Evropské unie. Zatímco v případě velkých problémů můžeme hovořit o přínosu jednotné instituce, pro menší se ukazuje jednoznačně efektivnější a praktičtější řešení na národní úrovni – podle principu subsidiarity. Kapitálové trhy v Evropě jsou navíc různě rozvinuté. Opatření, které může rozvinutému trhu pomoci, může podrozvinutý trh nepřiměřeně oslabit. Navíc se evropské vyjednávání jistě nevyhne složitému politickému vyjednávání; to by mohlo původní záměry zcela rozmělnit do nic neřešícího kompromisu, a oslabit tak současnou úroveň dohledu.

Dalším problémem zůstává velká odlišnost národních legislativ navazujících na kapitálové trhy; týká se to především obchodních zákoníků, vlastnických práv a trestních zákoníků. Vymahatelnost práva se proto v evropských zemích významně liší. Pokud shrneme jednotlivé argumenty uplatněné v diskusi, jeví s v současné době jednotný dohled nad evropským kapitálovým trhem jako problematický.

---

<sup>92</sup> Murrer (2001) str. 17.

Vytvoření jednotné instituce pro dohled by navíc odstranilo dosavadní konkurenci regulátorů, která může pomoci přirozeně vybrat optimální způsob regulace evropských trhů. Tento účinný přístup přirozeného výběru se v poslední době prosadil ve více oblastech evropské integrace. Ukazuje se, že konkurence donutí státy dospět k nějakému minimálnímu standardu, přičemž národní specifika zůstávají zachována.

Ověřujeme-li hypotézu, že současný legislativní proces Evropské unie není schopen vytvořit vhodný legislativní rámec zajišťující jednotný akciový trh, musíme se uvědomit, že Evropské unii se podařilo přijmout řadu legislativních norem, které odstranily mnohé bariéry přeshraničních obchodů a cross-listingu. Přestože proces přijímání legislativy brzdil po dlouhou dobu vznik nových legislativních norem v oblasti finančních služeb, podařilo se jej pomocí Lamfalussyho změn inovovat. Díky tomu byla do roku 2005 přijata řada směrnic z FSAP (1999 - 2005). Větší problém představuje konzistentní transpozice legislativních aktů do národního práva členských států. Členské státy se mnohdy obávají kontroly nad svým finančním sektorem a neaplikují směrnice včas a správně. V tomto případě by mohla pomoci větší motivace členských států k vytvoření jednotného trhu. Vzhledem k tomu, že akciový trh všeobecně nehraje příliš významnou roli ve finanční struktuře členských států, nemusí být otázka sjednocení pro mnohé členské státy aktuální prioritou. Velká Británie, země s pravděpodobně nejrozvinutějším akciovým trhem v Evropě, se, zdá se, snaží především o to, aby si udržela své významné postavení ve světovém obchodě a akciemi, a spíše se obává konkurence sjednocených trhů eurozóny. Jednotný legislativní rámec také narušuje dosud fragmentovaný evropský dohled nad akciovými trhy. Přestože byl Lamfalussyho procesem formálně ustaven systém koordinace národních regulátorů, nedaří se skutečné spolupráce dosáhnout.

Pokud shrneme výsledky analýzy problémů evropského legislativního procesu, docházíme k závěru, že evropský legislativní systém po přijetí Lamfalussyho inovací významně postoupil v procesu schvalování legislativy, jeho slabinou je především etapa vynucování jednotné legislativy na členských státech a zajištění koordinace národních regulátorů. Nemůžeme tedy potvrdit hypotézu, že současný legislativní proces Evropské unie není schopen vytvořit vhodný legislativní rámec zajišťující jednotný akciový trh, neboť došlo ke značnému zlepšení, které mimo jiné vytvořilo prostor pro následnou vlnu fúzí evropských burz a obchodních systémů. Přesto zbývá ještě řada oblastí, které je třeba harmonizovat. Národní odlišnosti v oblasti legislativy jsou hluboce zakořeněné v institucionálních rámcích jednotlivých států, a



jejich plné odstranění zatím není reálné. Bude nyní záviset i na samotném trhu, jak se v prostředí nového legislativního rámce přizpůsobí jeho jednotlivé subjekty: firmy, investoři, burzy, clearingová a vypořádací centra, investiční společnosti atd.

## Trhy v Evropě

Evropská unie se snaží pomocí harmonizace pravidel v oblasti akciových trhů vytvořit prostředí s rovinným přístupem investorů na evropské trhy. Píše jí vytvoření nové legislativní území, které má pomoci odolat burzy pro akcionářské investování, zejména snížit úroveň výše nákladů na evropské přeshraniční obchody, což je požadavek pro větší integraci finančních trhů v Evropě. Snížení nákladů by měla významně pomoci především více řídit na akciových trzích, která přivádějí více do výhledových konvenčních center Evropa v oblasti obchodování Evropy, Deutsche Börse v oblasti obchodu Evropy a OMX ve Skandinávii a pobaltských státech.

V této kapitole budeme rozvíjet hypotézu 2, která je uvedená více řídit na akciových trzích povede k nižší nákladů na přeshraniční obchody. Abychom byli schopni testovat hypotézu, musíme se nejprve zaměřit na burzy, které obchodují s výše náklady na přeshraniční obchody, a na první jednotlivý etap provádění akciového obchodu. Dále budeme, jak se Evropská unie snaží s harmonizací pravidel vypořádat, a zohledníme, do jaké míry je úspěšná. Nakonec se zaměříme na evropské řízení a posoudíme se je analyzovat a odhadnout na to, zda mohou přinést snížení nákladů na evropské přeshraniční obchody.

La (16), že v oblasti nákladů na obchody v Evropské unii v posledních letech významně jsou klesala. Studie provedena ElmsaMC Sperry pro Clearstream<sup>27</sup> srovnává efektivitu evropských trhů s USA a ukazuje, že velké evropské trhy jako Deutsche Börse nebo Euronext jsou v mnoha ohledech efektivnější než NYSE, která má při- at šestkrát větší objem obchodů, a tedy větší posouzení přívodu v výhled z rozsahu. Studie zobrazuje dva typy nákladů:

- náklady na transakce, které počítá jako rozdíl mezi vypořádací cenou pro transakce a průměrná cena uzavření, včetně nákladů a poplatků za obchodování,
- náklady na poplatky za prodej, nákup a vypořádací.

<sup>27</sup> Clearstream - Wall Street Journal (1999)

## 5. Náklady na přeshraniční obchody v Evropě

Evropská unie se snaží pomocí harmonizace pravidel v oblasti akciových trhů vytvořit prostředí s rovným přístupem investorů na evropské trhy. Byla již vytvořena řada legislativních norem, které mají pomoci odstranit bariéry pro přeshraničních investování, zejména snížit dosavadní vysoké náklady na evropské přeshraniční obchody, což je podmínkou pro rozvoj přeshraničních investic v Evropě. Snížení nákladů by měla významně pomoci především vlna fúzí na akciových trzích, která přinesla vznik tří stěžejních kontinentálních center: Euronextu v oblasti jihozápadní Evropy, Deutsche Borse v oblasti západní Evropy a OMX ve Skandinávii a pobaltských státech.

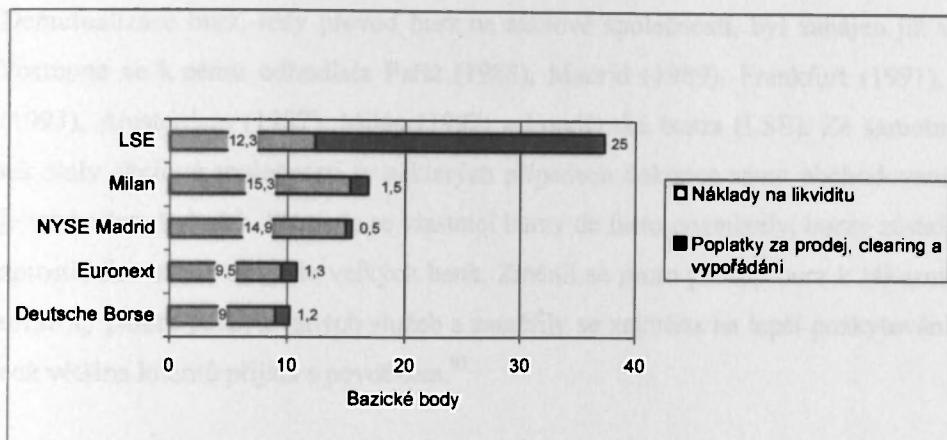
V této kapitole budeme ověřovat hypotézu 2, totiž že uvedená vlna fúzí na akciových trzích povede k snížení nákladů na přeshraniční obchody. Abychom byli schopni hypotézu ověřit, bude nutné se nejprve zaměřit na bariéry, které obecně způsobují vysoké náklady na přeshraniční obchody, a na povahu jednotlivých etap provádění akciového obchodu. Dále ukážeme, jak se Evropská unie snaží s existujícími bariérami vypořádat, a zhodnotíme, do jaké míry je úspěšná. Nakonec se zaměříme na evropské fúze a pokusíme se je analyzovat s ohledem na to, zda mohou přinést snížení nákladů na evropské přeshraniční obchody.

Lze říci, že v oblasti nákladů na obchody udělala Evropa v posledních letech významný krok kupředu. Studie provedená Elkins/MC Shery pro Clearstream<sup>93</sup> srovnává efektivitu evropských trhů s USA a ukazuje, že velké evropské trhy jako Deutsche Börse nebo Euronext jsou v současnosti efektivnější než NYSE, která má pět- až šestkrát větší objem obchodů, a tedy větší potencionální přínos z výnosů z rozsahu. Studie zohledňuje dva typy nákladů:

- náklady na likviditu, které počítá jako rozdíl mezi vypořádací cenou pro transakce a průměr denní otevírací, zavírací, nejvyšší a nejnižší ceny,
- náklady na poplatky za prodej, clearing a vypořádání.

<sup>93</sup> Clearstream- White paper, (2002).

**Graf 15: Transakční náklady na akciové obchody na burzách, porovnání USA a EU**



Poznámka: Na Londýnské burze (LSE) vysoké náklady kvůli speciální dani tzv. stamp duty  
Zdroj:Elkins/Mc Sharry, Global Universe Market Cost Report, 2001 citováno ze studie Clearstream- White paper (2002)

Příznivý vývoj nákladů na domácí obchody v Evropě oproti USA je projevem několika trendů, které se na evropských trzích objevily v posledních desetiletích:

#### 1) Zavádění inovativních technologií

Na velkých (likvidních) evropských trzích byly zavedeny elektronické obchodní systémy. Hlavními milníky bylo zavedení systému NSC v Paříži v roce 1995 a vytvoření obdobné platformy SETS v Londýně a Xetry ve Frankfurtu v roce 1997.<sup>94</sup> To bylo snad poprvé, kdy Evropa prosadila nové technologie dříve než USA (kde se na NYSE dodnes obchoduje na parketu burzy).

Rychlé zavádění nových technologií bylo důsledkem zosťující se konkurence evropských trhů, bojujících o nejkvalitnější evropské akcie (tzv. blue chips) a velké investory.

Právě konkurence přiměla evropské burzy k nákladnému přechodu na elektronický systém. Výsledkem byl pokles počtu zaměstnanců burz a zjednodušení procesu obchodu (díky čemuž se snížily také náklady na obchod). Postupně systém market-makerů opustily rovněž velké burzy; daný systém už tak zůstává pouze na menších, málo likvidních trzích. Podobně se prosadil i systém centrální protistrany. Podařilo se jej zavést na většině velkých evropských trhů, menší trhy jako Česká republika o něm ale zatím vážně neuvažují.

<sup>94</sup> Clearstream-White paper, (2002).

## 2) Demutualizace

Demutualizace burz, tedy převod burz na akciové společnosti, byl zahájen již v 80. letech. Postupně se k němu odhodlala Paříž (1988), Madrid (1989), Frankfurt (1991), Stockholm (1993), Amsterdam (1997), Milán (1997) a Londýnská burza (LSE). Ze samotných burz se tak staly akciové společnosti (v některých případech dokonce samy obchodované na burze), jejichž cílem byl zisk. Přestože se vlastníci burzy de facto nezměnily, burzy zůstaly majetkem zprostředkovatelů, obvykle velkých bank. Změnil se proto přístup burz k zákazníkům: burzy rozšířily paletu poskytovaných služeb a zaměřily se zejména na lepší poskytování informací, což většina klientů přijala s povděkem.<sup>95</sup>

## 3) Konkurence na akciovém trhu

Rozvoj informačních technologií umožnil vznik alternativních obchodních systémů (ATS). V současné době se náklady na vybudování pohybují okolo 10 milionů USD za systém o kapacitě 15 obchodů za sekundu.<sup>96</sup> Murray (2001) uvádí, že hlavní výhodou ATS je zajištění plné anonymity obchodu (jeho objemu a podmínek), čehož využívají zejména velcí investoři, neboť při obchodu pak nedochází k tak značnému ovlivnění ceny akcie. Další výhodou je, že ATS prozatím využívají mírnější zákonné regulace než klasické burzy, nejsou nuceny poskytovat informace o cenách a nemají regulatorní funkci burzy. Nejsou však konkurenty v pravém slova smyslu, neboť klasické burzy ke své existenci potřebují a využívají informaci o cenách akcií, poskytovaných burzou. Přesto již samotná hrozba konkurence motivuje klasické burzy k inovacím s cílem snížit náklady na obchod.

Konkurence se stala hlavním motorem rostoucí efektivity evropských akciových trhů; platí to však pouze pro obchody v rámci jednoho státu. Přeshraniční obchody v EU zůstávají neúměrně drahé. Zde zatím konkurence nepomohla, spíše naopak, neboť dále zvyšuje riziko plynoucí z fragmentace trhů. Pokud se totiž obchodování rozdělí mezi příliš mnoho trhů, poklesne na trzích likvidita, a zvýší se tak náklady na jednotlivé obchody. Merrill Lynch spočítal, že celkové náklady na přeshraniční obchody v EU jsou desetkrát vyšší než náklady na obchody v USA.<sup>97</sup> Velký rozdíl je mezi náklady pro malé investory, kteří se zaměřují na menší transakce, a velkými investory. Jedna z posledních studií skupiny CESAME<sup>98</sup> z roku 2005 ukazuje, že u malých obchodů mohou náklady na vypořádání obchodu tvořit až 20 %

<sup>95</sup> K demutualizaci burzy postupně přistupují i nové členské státy unie, očekávají, že jim pomůže zvýšit efektivitu obchodování s akciemi, jak vyplývá z semináře: *The Developing Capital Markets of Central and Eastern Europe: „Prospects for Stock Exchange Reforms and Harmonisation“*.

<sup>96</sup> Murray (2001).

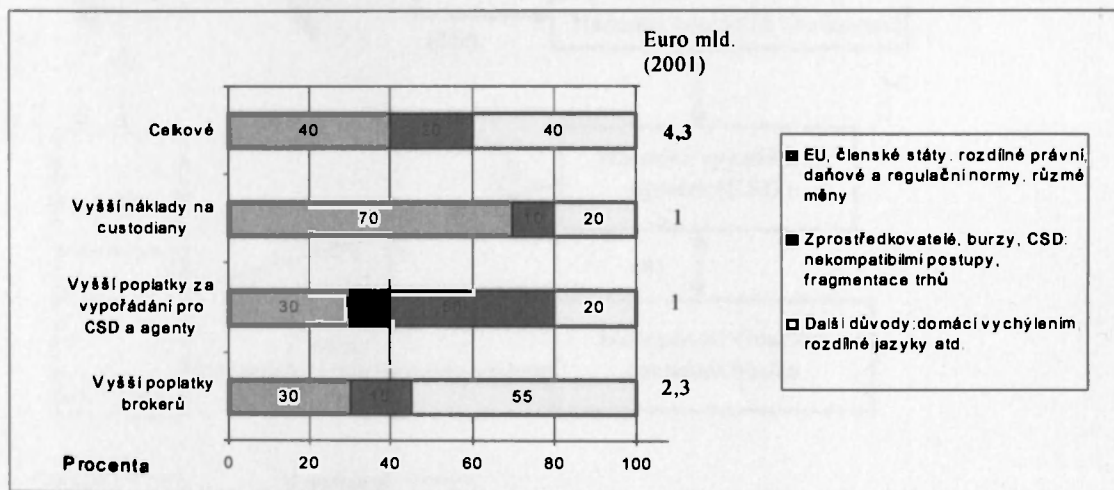
<sup>97</sup> Dle ředitelky Univerzity Heleny Čacké nebo Murraay (2001).

<sup>98</sup> Hrovatin (2005).

ceny. V případě největších investorů mohou dosáhnout i „pouhých“ 4 % celkové hodnoty obchodu, ale je to pořád vysoké číslo. Studie Clearstream-White paper, (2002) odhaduje dodatečné náklady na 4,3 mld. euro ročně, pokud nezahrneme náklady na likviditu.

Otázkou je, které faktory způsobují vyšší náklady na přeshraniční obchody, a do jaké míry existuje v současné době prostor pro jejich snížení. Z hodnot grafu 16 vyplývá, že pouze 40 % celkových nákladů je takové povahy, že může být ovlivněno evropskou legislativou a její následnou národní implementací. 20 % nákladů mohou ovlivnit zprostředkovatelé, burzy a centrální depozitáře. Zbýlých 40 % připadá na faktory zakotvené v odlišných právních tradicích, odlišných corporate governance a jazykové bariéře. Jak jsme viděli výše (viz corporate governance), tyto náklady se prozatím snížit nedaří, budeme s nimi proto muset přinejmenším ve střednědobém horizontu počítat.

**Graf 16: Dodatečné náklady na přeshraniční obchody v Evropské unii**



Zdroj: Clearstream- White paper, (2002)

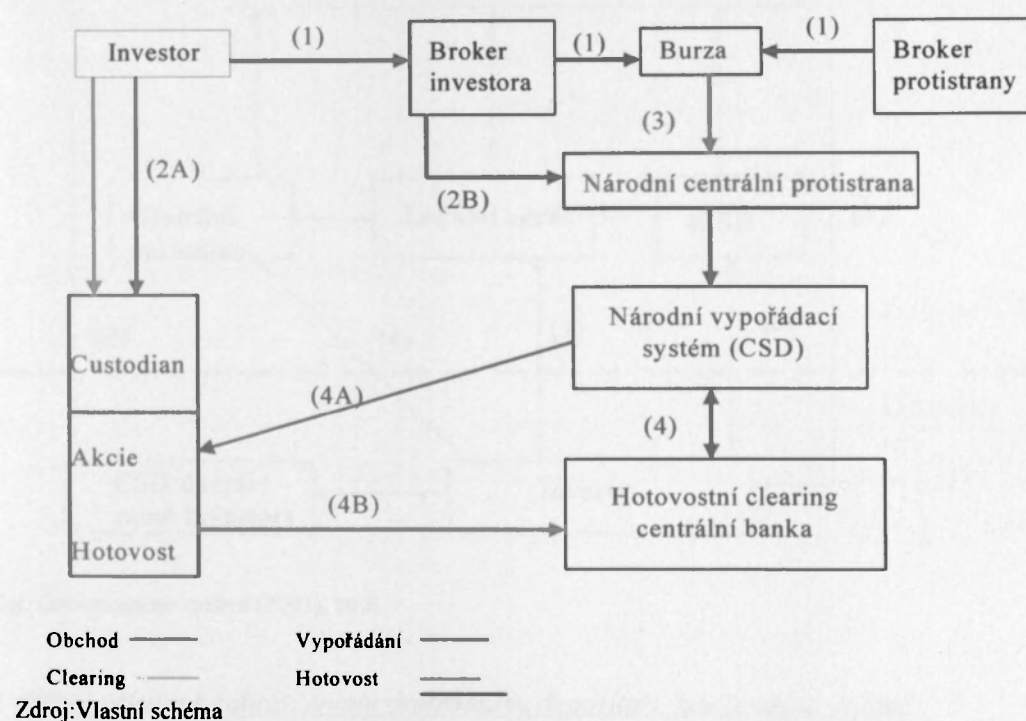
Nyní se podrobně zaměříme na problém vysokých nákladů spojených s přeshraničními obchody. V úvodu ukážeme odlišnost procesu domácího a přeshraničního obchodu<sup>99</sup> a pokusíme se zaměřit na obecná specifika tohoto odvětví. Dále ukážeme, jak se daří či nedaří snižovat náklady na přeshraniční obchody v EU, jaké bariéry obchodů jsou nejvýznamnější a zda vlna fúzí, které zachvátila finanční sektor, přináší východisko, či spíše novou bariéru bránící integraci akciových obchodů.

<sup>99</sup> Jednotliví účastníci obchodů s akciemi jsou detailně popsáni v příloze 7.

## 5.1. Specifika přeshraničního obchodu a akciemi ve srovnání s domácími obchody

K přeshraničnímu obchodu dochází v případě, že se alespoň jedna z obou stran obchodu rozhodne nakoupit/prodat akcii na zahraniční burze. Základním předpokladem pro provedení obchodu je zajištění přístupu na zahraniční trh a/nebo interakce různých vypořádacích systémů.<sup>100</sup>

Obrázek 2: Průběh domácího obchodu s akciemi



Zatímco v případě domácího obchodu s akciemi probíhá obchod dle schématu uvedeného v obrázku 2<sup>101</sup>, při přeshraničním obchodě je celý proces komplikovanější.

Již samotný přístup na zahraniční burzu je složitější; domácí broker obvykle nemá sám přístup na zahraniční trh ani potřebné know-how o zahraničním trhu a využije služeb zahraničního brokera. V dalších fázích obchodu – clearing a vypořádání však existuje více variant, které

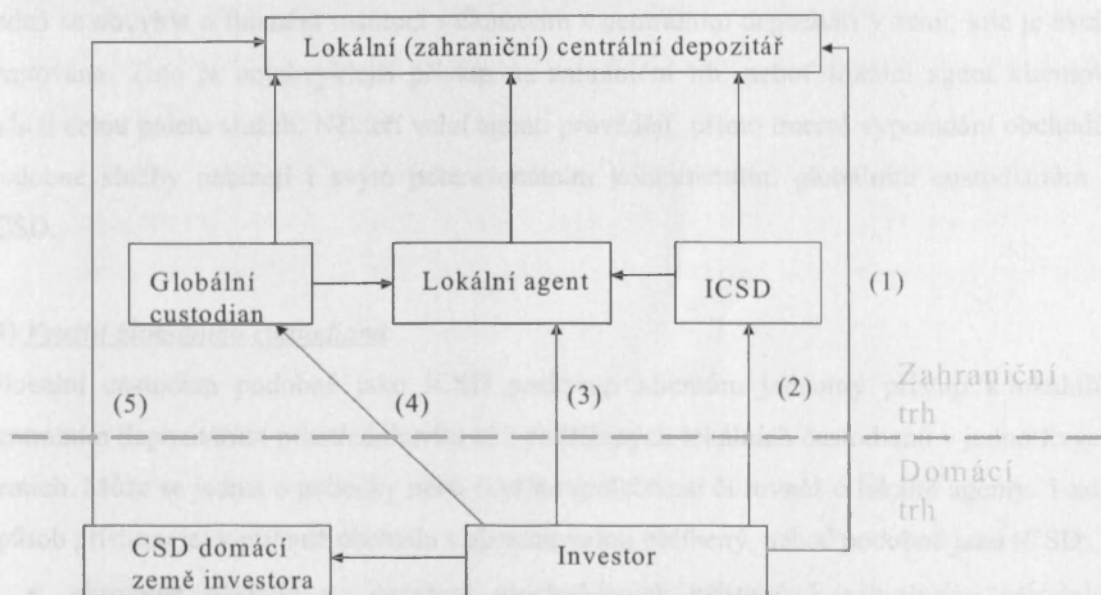
<sup>100</sup> Giovanni report (2001), str. 7.

<sup>101</sup> Celý proces domácího vypořádání obchodů je popsán v příloze 8.

může investor využít. Jelikož 80 % nárůstu nákladů při přeshraničních transakcích je připisováno clearing a vypořádání,<sup>102</sup> zaměříme se právě na tuto část obchodu s akciemi.

### 5.1.1. Možné přístupy na zahraniční trh při vypořádání akciových obchodů

Obrázek 3: Přeshraniční vypořádání obchodů



Zdroj: Giovanniniho zpráva (2001), str.8

#### (1) Přímý přístup k zahraničnímu centrálnímu depozitáři, kde je akcie vydána

Přímý přístup znamená členství v národním centrálním depozitáři, což je složitý proces. Velké mezinárodní instituce, které si jej chtějí zajistit, zakládají k tomuto účelu pobočky či dceřiné společnosti. Členství je spojeno s řadou nákladů. Průzkum NIS z poloviny 90. let ukázal, že tento způsob přístupu na zahraniční trh není příliš využíván.<sup>103</sup>

<sup>102</sup> Murray (2001), str. 44.

<sup>103</sup> Giovanniniho zpráva (2001), str. 9.

## (2) Využití služeb ICSD

Mezinárodní depozitáře vznikly původně pro vypořádání dluhopisů, ale postupně rozšířily své služby o další cenné papíry. V případě akcií představuje mezinárodní depozitář přístupový bod k národním centrálním depozitářům, se kterými má vytvořen buď přímý link, nebo využívá služeb lokálních agentů. Většina mezinárodních depozitářů má široký okruh klientů z řad nejvýznamnějších investorů, kterým umožňuje i interní vypořádání v rámci ICSD.

## (3) Využití služeb lokálního (zahraničního) agenta

Jedná se obvykle o finanční instituci s členstvím v centrálním depositeři v zemi, kde je akcie emitována. Toto je nejobvyklejší přístup na zahraniční trh, neboť lokální agent klientovi nabízí celou paletu služeb. Někteří velcí agenti provádějí přímo interní vypořádání obchodů. Podobné služby nabízejí i svým potencionálním konkurentům: globálním custodianům a ICSD.

## (4) Využití globálního custodiana

Globální custodian podobně jako ICSD poskytují klientům jednotný přístup k lokálním centrálním depozitářům prostřednictvím sítě podřízených lokálních custodianů v jednotlivých zemích. Může se jednat o pobočky nebo dceřiné společnosti či rovněž o lokální agenty. Tento způsob přístupu je v případě obchodu s akciemi velmi oblíbený, neboť podobně jako ICSD:

- eliminuje náklady na dosažení mnohočetných přístupů k jednotlivým národním agentům,
- může nabízet nižší náklady na vypořádání, neboť realizuje vysoké úspory z rozsahu,
- nabízí velké množství navazujících služeb.

V současné době je role ICSD a globálních custodianů velmi podobná, globální custodiani ale někdy využívají ještě služeb ICSD.

## (5) Využití bilaterálního propojení (linku) centrálních depozitářů

Využití linků mezi centrálními depozitáři představuje nejmladší způsob vypořádání přeshraniční transakce. Výhodou tohoto způsobu přístupu na zahraniční trh je přímé propojení depozitářů (bez zapojení dalších prostředníků); tímto způsobem se zjednoduší a někdy i zlevní procedura vypořádání. Hlavní nevýhodou jsou vysoké náklady na vytvoření linku<sup>104</sup>.

<sup>104</sup> Přesné vyčíslení je složité, ale ředitelka Univycu Helena Čacká potvrzuje, že vysoké fixní náklady mohou mnoho národních depozitářů od vytváření linku odradit.



V případě zavedení linku není mezi centrálními deponitáři využíváno vypořádání „delivery versus payment“, ale „delivery free of payment“. Cenné papíry jsou převedeny přes link, ale odpovídající platba je provedena přes nezávislý platební systém. To zvyšuje náklady pro investora, který musí využít ještě služeb banky na převedení platby. Pokud investor využije služeb prostředníka v podobě ICSD nebo globálních custodianů, vyřídí za něj tyto instituce celé přeshraniční vypořádání.

### 5.1.2. Překážky přeshraničních obchodů

Průběh přeshraničního obchodu je velmi složitý, neboť národní obchodní systémy a legislativa jsou nekompatibilní. Z toho vyplývají zejména následující překážky přeshraničních obchodů:

- Právní úprava obchodu s cennými papíry navazuje na velkou část legislativy, která je v členských státech odlišná. Znalost lokálního prostředí je významné know-how domácích agentů (custodianů, brokerů), řada transakcí se bez jejich znalosti neobejde.
- Velkou překážkou je i jazyková bariéra. Přestože za jazyk běžně užívaný ve financích lze považovat angličtinu, většina informací burzy a navazujících institucí pro vypořádání je dostupná jen v národních jazycích.
- Zajištění kompatibility IT systémů pro vypořádání je nákladné. Pokud se tohoto vypořádání podaří dosáhnout, je to spojeno s vysokými náklady pro uživatele. Pokud se jej dosáhnout nepodaří, jsou transakce složitě manuálně účtovány, což opět zvyšuje náklady na transakce.
- Je nutné zajistit kvalitní management rizika, což významně ztěžuje přeshraniční obchody.

Důsledkem těchto bariér je, že proces vypořádání přeshraničních obchodů je velmi nákladný.

## 5.2. Povaha obchodu s cennými papíry

Pro otázku konsolidace evropských obchodních systémů je stěžejní pochopit, jak systém funguje a jaké jsou vztahy jednotlivých subjektů a tedy i jejich motivace ke konsolidaci.

Systém clearingů a vypořádání obchodů s cennými papíry je velmi podobný síťovým odvětvím v sektoru energetiky či telekomunikací.<sup>105</sup> Všechna tato odvětví jsou charakteristická následujícími vlastnostmi:

---

<sup>105</sup> Např. Kauko (2005), Bureš (2004) atd.

- **Komplementarita a kompatibilita systémů** jsou základní požadavky spotřebitele
- **Externalita ve spotřebě:** s každým dalším uživatelem roste mezní užitek dosavadních spotřebitelů zapojených do sítě.
- **Vysoké náklady na propojení sítě:** vzhledem k technické složitosti systému je dosažení kompatibility spojeno s vysokými fixními náklady na počátku
- **Výnosy z rozsahu:** provozování sítě je spojeno s vysokými fixními náklady a minimálními variabilními náklady, vstup dalších účastníků do sítě je spojen s poklesem nákladů pro ty současné.

Z těchto důvodů je ideálním stavem monopolní struktura celého systému, která vznikla v řadě zemí Evropské unie i jinde. Tento stav v případě obchodů s cennými papíry nazýváme plnou vertikální integrací burzy, clearingů a vypořádání. Podobně jako v energetice či telekomunikacích ovšem vertikální integrace celého systému není odůvodnitelná přirozeným monopolem, neboť jeho vlastnosti vykazují jen některé části systému. Nyní se pokusíme odhalit, které to jsou.

### 5.2.1. Centrální depozitář

Základním specifickým obchodu s akciemi je, že: „proces nákupu a prodeje je podroben monitoringu vlastnických vztahů, který zajišťuje transparentnost vlastnictví nutnou s ohledem na povahu práv, které akcie inkorporuje (výplata dividendy, účast na valné hromadě)“.<sup>106</sup>

Veškeré transakce s akcií jsou zaznamenány v centrálním depozitáři. Se záznamem údajů o akciích jsou spojeny i některé další funkce, např. informace klientů ohledně výplaty dividendy, konání valné hromady aj. Pro správu všech cenných papírů dnes slouží nákladné informační technologie, které se samozřejmě vyplatí pouze v případě, že je v centrálním depozitáři umístěn dostatek akcií. Vysoké počáteční náklady způsobují, že i když vytváření několika centrálních depozitářů pro jeden trh není omezeno, na většině trhů existuje jediný centrální depozitář. Dalším důvodem pro jediný centrální depozitář je jeho daňová povinnost. Přestože daně z dividend/převodu cenných papírů je možné vybírat v jakékoliv fázi vypořádacího procesu, je tato „nejnižší vrstva“ pokládána za nejefektivnější.<sup>107</sup>

Přesto však národní centrální depozitáře mohou být vystaveny konkurenci, a to mezinárodní a v případě některých dodatečných služeb i konkurenci ze strany custodianů:

<sup>106</sup> Z projevu Jeana Clauda Tricheta (2006a).

<sup>107</sup> Milne (2002)

### **5.2.1.1. Mezinárodní konkurence**

Mezinárodní konkurence se projevuje na primárním i sekundárním trhu. Na primárním trhu se projeví v případě, kdy se investor rozhoduje, na kterém trhu emituje své akcie a ve kterém centrálním depozitáři je uloží. Na sekundárním trhu se potom projeví v tom případě, kdy mezi sebou centrální depozitáře uzavírají linky a propojují se. Kauko (2005) tvrdí, že bez ohledu na konkurenci řada depozitářů linky buduje, a to i v případech, kdy se ekonomicky nemusí vyplatit. Argumentuje, že pokud se CSD dobrovolně vystavují vyšší konkurenci, „zavazují“ se de facto k nižším poplatkům na sekundárním trhu, což jim umožní získat i při vyšších poplatcích na primárním trhu zákazníky. To je však případ především rozvinutějších trhů bývalé EU15, nové členské státy vzhledem k opravdu vysokým nákladům vytváření linků pečlivě zvažují<sup>108</sup>. Středoevropské CSD (v případě České republiky Univyc) se postupně napojily na německý Clearstream, přes který vedou i vzájemné obchody, neboť budování vzájemných linků se při dosahovaném objemu přeshraničních obchodů téměř nevyplatí.

### **5.2.1.2. Konkurence ze strany custodianů**

Jelikož se centrální depozitáře snaží rozšiřovat své služby, dostávají se v oblasti vypořádání obchodů do střetu s custodiany. Jedná se o poněkud nerovný boj, neboť ceny výstupu custodianů jsou závislé na výši poplatků, které jim CSD naučtuje. Ovšem studie Holthausen, Tapking (2004) věnovaná problematice nerovného postavení custodianů a depozitářů ukazuje, že podíl na trhu, kterého CSD takto dosáhne, nemusí být vyšší než sociální optimum. Je to dáno tím, že jeho služby vykazují vysokou externalitu ze spotřeby.

Tím, že každá transakce týkající se cenného papíru evidovaného v daném centrálním depozitáři zde musí být zaznamenána, získaly centrální depozitáře povahu přirozeného monopolu. Čelí v podstatě pouze mezinárodní konkurenci na primárním trhu, ne však samostatně, ale spolu s celým národním systémem obchodování s akciemi a příslušnou legislativou.

## **5.2.2. Clearingové centrum, systém centrální protistrany**

Clearing prováděný přes centrální protistranu nabízí investorům řadu výhod. Především velkým investorů, kteří provádějí během dvě velké množství operací s akciemi, vyhovuje, že

<sup>108</sup> Dle paní ředitelky Univycy Heleny Čacké

nemusí mít pro každou transakci k dispozici potřebná aktiva, ale vzájemné započítání (netting) umožní úhradu až čisté pozice na konci dne. Systém ovšem vyžaduje kvalitní rizikový management, neboť clearingové centrum čelí v tomto případě vysokým rizikům. Rizikový management je velmi nákladný a v případě málo likvidních trhů vyžaduje od investorů takové náklady, že se zavedení CCP vůbec nevyplatí.<sup>109</sup> CCP tak byla zavedena jen na větších, likvidnějších trzích v Itálii, Velké Británii atd.

Vzhledem k vysokým fixním nákladům a pozitivním externalitě spojené se zapojením dalších spotřebitelů lze clearing prováděný pomocí centrální protistrany považovat za odvětví, které má povahu přirozeného monopolu.

### **5.2.3. Vypořádání předcházející záznamu v centrálním depozitáři a obchod na burze**

Co se týče služeb předcházejících vypořádání v centrálním depozitáři, zde již přirozený monopol nevniká. Existuje zde tvrdá konkurence custodianů a mezinárodních depozitářů (ICSD) ve fázi vypořádání obchodů či burz ve fázi obchodu, pokud ovšem není omezena vertikální integrací<sup>110</sup> burzy, clearingového centra a centrálního depozitáře. Zde se vracíme k teorii síťových odvětví, která nám říká, že síť je potřeba oddělit od producentů (elektráren, telefonních operátorů atd.) a zajistit všem rovný přístup k sítím<sup>111</sup>.

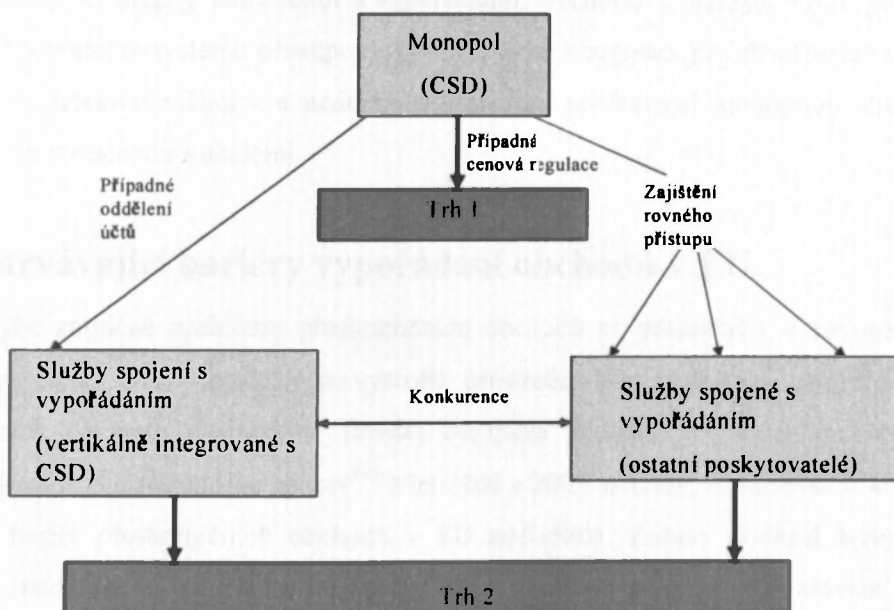
Situace je znázorněna na obrázku 4. Trh 1 představuje monopolní trh, v našem případě je to poskytování zápisů ve změně vlastnictví a informace o dividendách či valné hromadě. Trh 2 je již konkurenční trh navazujících služeb, které souvisejí s vypořádáním; je důležité zajistit, aby i při vytvoření vertikální struktury zůstal zachován rovný vstup i pro další zájemce o poskytování těchto služeb.

<sup>109</sup> O tom svědčí skutečnost, že menší trhy například ve střední Evropě (ČR, Maďarsko atd.) dosud nevyužívají systém centrální protistrany, ale vytvářejí na burze alespoň garanční fond.

<sup>110</sup> Integrace ekonomických subjektů může být dvojího typu, rozlišujeme tzv. vertikální integraci, kdy integrace probíhá mezi dodavateli a odběrateli v rámci obchodního řetězce, a tzv. horizontální integraci, kdy se integrují konkurenti z určitého trhu.

<sup>111</sup> Teorie síťových odvětví je popsána například v Milne (2002).

**Obrázek 4: Přirozený monopol v oblasti obchodování s akciemi a jeho regulace**



Zdroj: vlastní schéma<sup>112</sup>

Další služby spojené s vypořádáním navazující na centrální depozitář již nejsou svoji povahou přirozeným monopolem a podle toho bychom k jejich regulaci měli přistupovat. Jak nám ukazuje teorie síťových odvětví, je obvyklé rozšiřování monopolní struktury i do konkurenčních částí produkčního řetězce. Úkolem regulátora trhu je zajistit, aby v případě vertikální integrace měli potenciální zájemci o poskytování služeb rovný přístup k sítím.

Poněkud složitější je situace v sektoru burz. Provoz burz a jejich IT systémů je také spojen s vysokými fixními náklady. Na málo likvidním akciové trhu bývají proto poplatky burz vyšší než na likvidním trhu s velkým počtem s objemem transakcí. Na druhou stranu zde nejsou tak vysoké náklady spojené s rizikovým managementem jako v případě clearingů, a tak konkurence také přináší snížení nákladů, neboť nutí burzy k potřebným inovacím. Proto nelze jednoznačně rozhodnout, do jaké míry je potřeba fúze burz regulovat. Jako optimální se jeví takový dohled nad trhem, který v případě, že integrované subjekty vzniknou, zajistí, aby nezneužívali své dominantní pozice na trhu.

Z charakteristik jednotlivých součástí obchodu s akciemi vyplývá, že se tu setkává přirozený monopol (centrální depozitář, clearing - CCP) s odvětvími, která přirozeným monopolem již

<sup>112</sup> Tento přístup k regulaci monopolu vychází z Milne (2002).

nejsou (navazující služby související s vypořádáním obchodu a burzy). Proto je vhodné k regulaci obchodních systémů přistupovat podobně jako k regulaci jiných síťových odvětví - energetiky či telekomunikací - a nedopustit vytvoření neefektivní monopolní struktury v žádném odvětví obchodu s akciemi.

### 5.3. Přetrvávající bariéry vypořádání obchodů v EU

Veškeré výše zmíněné problémy přeshraničních obchodů se projevují i v Evropské unii, přestože se snaží svojí legislativou vytvořit prostředí, kde jsou tyto obvyklé bariéry přeshraničních obchodů odstraněny. (Postoj evropské legislativy k těmto problémům je popsán v Boxu 3.) Giovanniniho zprávy<sup>113</sup> z let 2001 a 2003 ukázaly, že dosavadní legislativa odstranění bariér přeshraničních obchodů v EU nedosáhla. Zprávy dochází k závěru, že dosavadní nadnárodní legislativa nezajistila kompatibilní systémy obchodování v EU a především clearing a vypořádání evropských přeshraničních obchodů zůstávají velmi nákladné. Zprávy také identifikují přetrvávající bariéry efektivního přeshraničního vypořádání, které dělí do 3 základních skupin<sup>114</sup>:

- bariéry vztahující se k technickým požadavkům a zvyklostem,
- bariéry vztahující se ke zdanění,
- bariéry vztahující se k právní jistotě.

Lze souhlasit s Burešem (2001), že hlavním přínosem Giovanniniho zprávy je oddělení neefektivní struktury (fragmentace trhu) jakožto primárního zdroje neefektivit od konkrétních bariér pro přeshraniční vypořádání. Nyní se pokusíme analyzovat jednotlivé návrhy této zprávy a zhodnotit jejich realizovatelnost.

<sup>113</sup> Giovanniniho zprávy (2001), (2003) hodnotí přetrvávající problémy clearingů a vypořádání obchodů v Evropské unii.

<sup>114</sup> Poprvé jsou bariéry identifikované Giovanniniho zprávou v roce 2001, konkrétně jsou uvedeny v příloze 9.

### Box 3: Postoj evropské unie k problematice vypořádání přeshraničních obchodu

Akční plán pro finanční služby měl Evropské unii zajistit jednotný finanční trh. Jako jeden z hlavních problémů pro akciový trh se však brzy ukázal přeshraniční clearing a vypořádání. Na jeho finanční a administrativní náročnost poukazuje již Lamfalussyho zpráva, která podnítila vznik dvou rozsáhlých zpráv o vypořádání obchodů v EU (tzv. Giovanniniho zpráva), které na základě dotazníků zasílaných tržním subjektům definovaly 15 základních bariér přeshraničního vypořádání. V roce 2002 vydala Evropská komise tzv. communication, ve kterém zdůrazňuje při jejich odstraňování 3 kritéria: cenovou efektivnost, efektivní konkurenci a minimalizaci rizika.<sup>115</sup>

Giovanniniho zpráva z roku 2003 rozpracovává opatření potřebná k odstranění bariér a vymezuje časové limity.<sup>116</sup> Snaží se využít spolupráci se souběžnými mezinárodními iniciativami (G-30, CPSS-IOSCO<sup>117</sup>), které se problémem přeshraničního vypořádání zabývají. Cílem má být tlak na harmonizaci a odstranění bariér přeshraničních obchodů pomocí konkurence národních vypořádacích systémů. Konsolidace vypořádání může proběhnout třemi způsoby: 1) konsolidací odvětví, přičemž přetrvává řada aktérů, 2) vznikem jedné clearingové instituce, kde zároveň přetrvává řada národních depozitářů, 3) vznikem jediné instituce pro vypořádání obchodů v EU jako obdoba americké DTCC. Zodpovědnost za konsolidaci je v oblasti bariér vztahujících se k technickým požadavkům a tržním zvyklostem. evropské politiky v oblasti právních a daňových bariér kladena na soukromý sektor.

V roce 2004 byla přijata novela směrnice o investičních službách<sup>118</sup>, která usnadnila custodianům a investičním společnostem přístup na trhy EU. Jejím cílem je odstranit bariéry 2 a 9 z Giovanniniho zprávy<sup>119</sup>. V témže roce iniciuje Evropská komise Akční plán na zefektivnění clearingů a vypořádání, což je první krok k nové direktivě zajišťující jednotný rámec pro regulaci a dohled nad clearingem a vypořádáním v EU. ECB/ESRB (European System of Central Banks/Committee of European Securities Regulator) zahájily konzultace o adaptaci standardů pro clearing a vypořádání CPSS-IOSCO z roku 2001 na evropské úrovni. V roce 2004 byly jednotné standardy EBSC/ESRB vydány.<sup>120</sup> Do současné doby pokračuje příprava na směrnici, jejíž výsledná podoba může výrazně ovlivnit podobu přeshraničních obchodů<sup>121</sup>. Diskuse se zkomplikovala protichůdnými zájmy dvou silných stran: asociace pro centrální depozitář EXDA, v níž jsou seskupeny všechny centrální depozitáře EU, a custodianů. Centrální depozitáře požadují regulaci custodianů obdobnou té, které podléhají sami. Custodiani však bojují o to, aby do směrnice zahrnuti nebyli.

#### 5.3.1. Definice bariér ve třech základních oblastech

Giovanniniho zpráva přistupuje ke všem třem oblastem bariér rovnocenně. To však nemusí být správná cesta, neboť z povahy jednotlivých překážek vyplývá zcela odlišná šance na

<sup>115</sup> European Commission (2002).

<sup>116</sup> Konkrétně jsou uvedena v příloze 10.

<sup>117</sup> G-30 je konzultantská skupina v ekonomických a monetárních záležitostech, v roce 2003 definovala 20 kroků potřebných k zefektivnění přeshraničního clearingů a vypořádání ve světě

CPSS-IOSCO (Committee of Payment and Settlement Systems - International Organisation of Securities Commissions) vydaly společně „Recommendations for Securities Settlement Systems“ (2001)

<sup>118</sup> Směrnice 2004/39/EC.

<sup>119</sup> Jsou uvedeny v příloze 9.

<sup>120</sup> Bureš (2004).

<sup>121</sup> Její význam postupně zdůrazňují další dokumenty jako Communication (2004)

jejich odstranění. Technické překážky lze považovat za nevhodnější ke změně. Hlavní problém zde spočívá v rezistenci jednotlivých účastníků procesu vypořádání, kteří pomocí těchto překážek odůvodňují svoji činnost a realizují zisk. Přesto by však neměl být pro evropskou legislativu problém jejich harmonizaci nakonec prosadit. Vhodné je počkat například na dobu růstu akciového trhu, kdy všichni účastníci realizují zisk a jsou ochotnější k finančně náročným změnám. Pokud se totiž podíváme na vývoj akciových trhů v Evropě a přehled legislativní aktivity v oblasti kapitálových trhů, vidíme, že pozitivně koreluje v čase.

Další překážkou jsou daňové odlišnosti. Přestože odlišnost národních daňových systémů všeobecně představuje bariéru evropské integrace<sup>122</sup>, administrativní náklady na řešení daňových odlišností nejsou ve srovnání s celkovými náklady na obchod nijak závratné. Daňové odlišnosti většinou řeší custodian, který si na různých účtech vede klienty z různých daňových skupin a odvádí pro každou skupinu daň v souladu s příslušnou národní legislativou.<sup>123</sup>

Skutečně největší a nejnákladnější překážkou jsou legislativní odlišnosti (zajištění právní jistoty) a odlišné vnímání akcií a práv s nimi spojených. V evropském prostředí není pojem akcie zdaleka vnímán jednotně, což konsolidaci systémů velmi komplikuje. Jak jsme zmínili v kapitole věnované evropské legislativě, legislativní odlišnosti jsou velmi hluboko zakořeněny v institucionálních systémech evropských států a o nějakém reálném přiblížování zatím nemůžeme hovořit. Jednotná legislativa je, domníváme se, hlavní devizou USA, a proto v porovnání s nimi přeshraniční obchody zůstanou nákladnější, alespoň ve střednědobém horizontu.

### 5.3.2. Zapojení soukromého sektoru

Dobrou myšlenkou v Giovannininiho zprávě je zapojení soukromého sektoru do procesu odstranění bariér. Konzultace o zamýšlených opatřeních se soukromým sektorem usnadní následnou transpozici legislativy do národního práva, neboť subjekty podléhající této úpravě se budou na její tvorbě spolupodílet. V některých případech ovšem může jakékoliv změny blokovat nízká motivace soukromého sektoru ke změnám.

<sup>122</sup> Naprosto nejvýstižnějším případem je speciální britská daň tzv. stamp duty (0,5 %) uvalená na akcie emitované v UK. V případě, kdy je část emise obchodována jinde mimo Velkou Británii, dochází dokonce k navýšení daně až na 1,5 % při pravidelném obchodu.

<sup>123</sup> Dle ředitelky Univerzity Heleny Čákové



### 5.3.2.1. Rezistence k harmonizaci

Na národních trzích obvykle funguje jediná burza s příslušným clearingovým centrem a jediný centrální depozitář. Ve většině evropských zemích jsou tyto instituce vlastněny účastníky burzy, konkrétně velkými bankovními institucemi. Ty zároveň poskytují svým klientům zprostředkování jakožto brokeri a custodiani. Jak jsme uvedli v předchozí části, hlavní část nákladů při přeshraničních obchodech můžeme připsat velkému počtu zprostředkovatelů, které do přeshraniční transakce vstupují. Cílem případné harmonizace proto bude snížení mezičlánků a dosažení kompatibilních systémů s jednoduchým propojením. Zatímco investorům harmonizace pomůže snížit náklady, zprostředkovatelé přijdou o část svých zisků. Jelikož jsou však zároveň vlastníky burz a obchodních systémů, mohou se nežádoucí harmonizaci úspěšně bránit. Příkladem může být Pražská burza, kde se zvažovalo napojení Univy na SWIFT, ovšem stačilo zamítavé stanovisko zástupce jednoho z velkých custodianů, který byl členem představenstva, a plán zkrachoval.<sup>124</sup>

### 5.3.2.2. Vysoké fixní náklady spojené s konsolidací systémů

Dalším problémem jsou jednorázové fixní náklady spojené s harmonizací systémů. Vzhledem k tomu, že zúčastněné subjekty jsou ziskové akciové společnosti, budou přísně hodnotit potencionální zisky a ztráty. V kapitole 2 jsme ukázali, že evropské společnosti nejsou obvykle závislé na akciovém financování, neboť podniky preferují dluhové zdroje – bankovní úvěry; domácnosti preferují jinou formu aktiv. Fakt, že přeshraničních obchodů s akciemi tak není závratný, snižuje počet případných uživatelů nových propojených sítí a neúměrně zvyšuje náklady na transakci.

Nadnárodní konsolidace systémů vypořádání bude těžko přijatelná pro velké globální custodiany. Ti dnes velmi úspěšně konkurují mezinárodním depozitářům (ISCD): činnost BNP Paris, Citibank a HSBC představuje 80 % trhu s vypořádáním a je pochopitelné, že globální custodiani nebudou chtít o své výsadní postavení přijít. Navíc se jedná se o velmi vlivnou skupinu, která je schopna prosadit své zájmy i na úrovni evropské legislativy.<sup>125</sup>

Vzhledem k tomu, že ISCD v Evropě se postupně integrují s řadou národních depozitářů, nebyvale ohrožují postavení globálních custodianů. Euroclear hodlá v následujícím roce

<sup>124</sup> Konkrétní název custodiana není možné zveřejnit. Informace vychází z diskuse s ředitelkou Univy Helenou Čáckou.

<sup>125</sup> Jak bylo uvedeno v Boxu 3, kde jsme zmiňovali konflikt mezi custodiany a centrálními depozitáři o podobě směrnice o clearingů a vypořádání.

sjednotit IT technologie v podřízených centrálních depozitářích<sup>126</sup> a deklaruje snížení poplatků až o 90 %<sup>127</sup>. Toho se custodiani obávají, neboť tímto způsobem se reálně prohloubí vertikální integrace v evropských platformách, což může poněkud ohrozit jejich výsostné postavení.

Z těchto důvodů nemůžeme očekávat, že postoj soukromého a veřejného sektoru k integraci bude shodný. Evropské burzy a vypořádací systémy si ponechávají svá ochranná opatření (např. stamp duty ve Velké Británii či používání domácího jazyka) ze zjištěných důvodů, neboť jsou si vědomi, že harmonizace by mohla jejich zisky ohrozit.

### 5.3.3. Problém nepřekonatelných překážek

Některé překážky můžeme identifikovat, ale jejich odstranění je velmi problematické. Asi nejtypičtějším příkladem jsou jazykové a kulturní bariéry, které vytváří v Evropanech pocit příslušnosti spíše k jednotlivým národním státům než k Evropě jako celku. Může se zdát, že tato otázka spadá spíše do oblasti jiných humanitních věd, má ale významný dopad na chování investorů, zejména těch menších. Důsledkem toho je, že v Evropě se nadále projevuje tzv. domácí vychýlení, i když v posledních letech se jeho význam snižuje. To má z pohledu investora ambivalentní dopad:

- Domácí vychýlení způsobuje malé objemy přeshraničních obchodů a malou potencionální poptávku po nich i v případě, kdy náklady poklesnou. Vzhledem k vysokým fixním nákladům na konsolidaci systémů závisí náklady na jednotlivé transakce na počtu transakcí a jejich počtu a objemech. V případě některých menších trhů se ukazuje, že se investice do přeshraniční konsolidace obchodních systémů tržně nevyplatí. Pouze pokud by se zvýšil počet přeshraničních transakcí, bude řada menších trhů uvažovat o konsolidaci s velkým celkem.
- Na druhou stranu při snižování domácího vychýlení hrozí, že se výnosy akciových trhů (reprezentované akciovými indexy) postupně sladí; to by snížilo motivaci ke geografické diverzifikaci portfolia v rámci EU, a tím i pro přeshraniční obchody. Otázka, nakolik dochází ke sladování akciových indexů, bude předmětem našeho zkoumání v kapitole 6.

<sup>126</sup> Belgie, Nizozemí, Irsko, Velká Británie, Francie, Portugalsko

<sup>127</sup> De Carvalho (2004) str.35

## 5.4. Analýza probíhající integrace obchodních systémů v Evropě

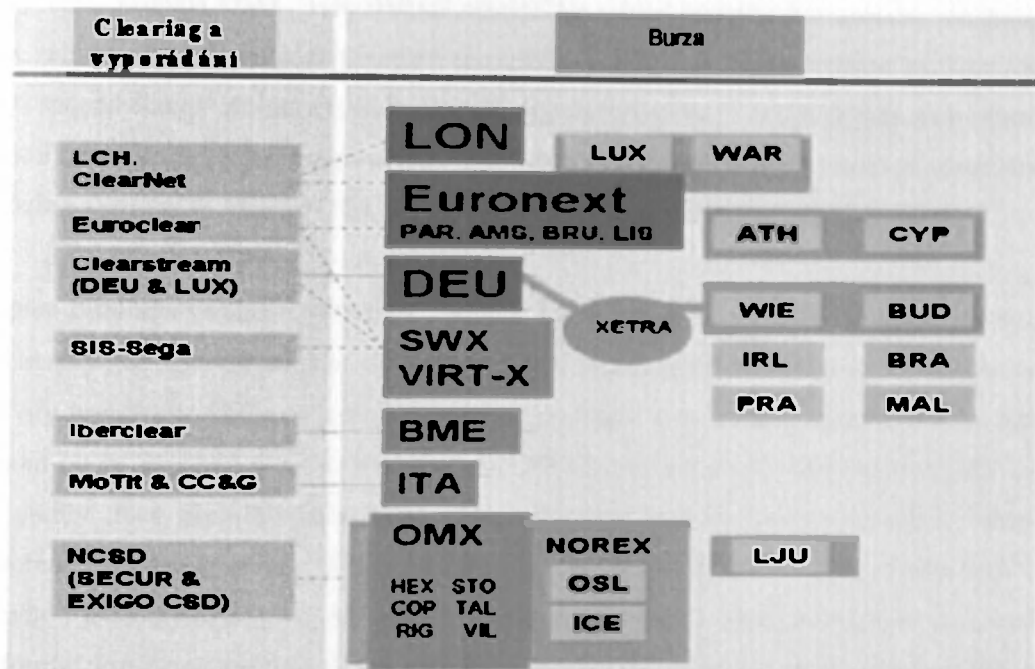
Přestože jsme dosud hovořili o problémech konsolidace evropských obchodních systémů a o jejich dosavadní nekompatibilitě, je dlužno říci, že v posledních letech dochází k řadě fúzí, které prostředí evropských akciových obchodů významně proměnily. Nove celky vznikaly horizontálním i vertikálním propojováním obchodních systémů, nejčastěji však kombinací obou.

Samozřejmě ne všechny integrační snahy se zdařily, příkladem mohou být nabídky Deutsche Börse a Euronextu na odkoupení Londýnské burzy LSE popsané v Boxu 4. Obecně však můžeme říci, že integrační vlna zasáhla téměř všechny významné obchodní systémy Evropské unie.

My pokusíme ověřit přínos integrační vlny pro uživatele trhů: investory a registrované společnosti. Pomocí analýzy dvou základních podob integrace, tedy horizontální i vertikální, budeme ověřovat hypotézu, že vytváření nových celků přispívá ke snižování nákladů na přeshraniční obchody a tedy, že současné fúze na trhu s akciemi představují významný motor evropské integrace akciových trhů

## 5.4.1. Integrace evropských obchodních systémů

Obrázek 5: Evropské burzy a vypořádací centra



Poznámka: AMS Euronext Amsterdam, CYP Burza Kypr. LIS Euronext Lisabon. STO OMX Burza Stockholm. ATH Athénská burza, DEU Deutsche Börse (Německá burza), LJU Burza Ljubljana. LON London Stock Exchange (Londýnská burza), SWX SWX Švýcarská burza, LUX Luxemburská burza. TAL OMX Burza Tallinn, BME Bolsas & Mercados Españoles (Španělská burza), MAL Burza Malta, WIE Wiener Börse AG (Víděňská burza), BRA Bratislavská burza, HEX OMX Helsinská burza, VIL OMX Burza Vilnius, OSL Burza Oslo, Virt-X Virt-X (UK), BRU Euronext Brusel, ICE Islandská burza, PAR Euronext Pařížská burza, WAR Varšavská burza, BUD Burza Budapešť, IRL Irská burza, PRG Pražská burza, COP Kodaňská burza, ITA Italská burza, RIG OMX Burza Riga  
Zdroj: FESE

### 5.4.1.1. Tři evropské integrované celky

První významná přeshraniční spolupráce se objevila ve Skandinávii. Stockholmská burza podepsala dohodu o spolupráci s Kodaňskou burzou a vytvořily v roce 1998 Norex. Burzy zůstaly nadále nezávislé, ale umožnily přeshraniční členství a vznikl jednotný účet pro nákup a prodej akcií. Norex postupně převzal jednotnou obchodní platformu SAX 2000. V roce 2000 se k Norexu připojila Islandská a Norská burza. Smlouvu o přeshraničním členství poté uzavřely Helsinky, které však mají obdobou smlouvu s dalším integrovaným seskupením Euronextem.<sup>128</sup>

<sup>128</sup> Bureš (2003/2004) str.13.

V roce 2003 vznikla fúzí Švédské skupiny OM, která vlastnila stockholmskou burzu, a finské burzy HEC skupina OMX. Tato skupina představuje základ severské horizontální integrace burz, zahrnuje kromě Helsinek a Stockholmu ještě Kodaň, Tallin, Riga a Vilnius. Probíhá zde 80 % severského a 75% pobaltského obchodu s cennými papíry.<sup>129</sup> OMX je také majoritním vlastníkem centrálních depozitářů v Estonsku a Litvě, jelikož zde nebyl vytvořen mezinárodní depozitář zastřešující národní CSD, probíhá spolupráce prostřednictvím přímých linku

Skupina Euronext vznikla v roce 2000. Zahnuje burzy a clearingová centra Francie, Belgie, Nizozemí a Portugalska, jedná se o vertikálně i horizontálně integrovanou skupinu. Jelikož se objevily problémy s odlišnou jurisdikcí jednotlivých států, byly vydány národní licence pro národní burzy zaštitěné Euronextem.<sup>130</sup> V roce 2000 dostali akcionáři zúčastněných burz za své podíly nové akcie Euronextu. Do roku 2001 byla na bázi systému pařížské burzy vytvořena jednotná obchodní platforma (NSC Pařížské burzy). Členové všech tří burz mají v souladu s jednotnými pravidly přístup ke všem zaregistrovaným cenným papírům obchodní platformy. Pro celou platformu byl zaveden jednotný clearingový systém Clearnet SA v Paříži (na bázi software Clearing21), který funguje na bázi centrální protistrany. Vypořádání provádí Euroclear (ICSD) spolu se sítí svých dceřiných společností - národních CSD. Peněžní vypořádání se provádí přes systém centrálních bank a převod příslušných cenných papírů zajišťují národní depozitáře. Euronext se stal rázem evropskou dvojkou po London Stock Exchange, a tedy jedním z klíčových hráčů na evropském kapitálovém trhu. Euronext se dále snaží o prosazení právě ve Velké Británii. Clearingové centrum Londýnské burzy (LSE) bylo v roce 2003 koupeno Clearnetem, podobně jako londýnské vypořádací centrum Crest, které se stalo dceřinnou společností Euroclearu v roce 2002.

Třetím významným centrem integrace se stala německá Deutsche Börse. V roce 1999 se významný mezinárodní depozitář Cedel spojil s německým centrálním depozitářem a vytvořily Clearstream International (s dceřinými společnostmi Clearstream Luxembourg a Clearstream Frankfurt). Deutsche Börse však v roce 2002 odkoupila 50% podíl Clearstreamu International, čímž potvrdila svoji strategii vertikální integrace<sup>131</sup>. Clearing zajišťuje středisko Eurexclearing, které vlastní Deutsche Börse napůl se švýcarskou burzou. Německé

<sup>129</sup> viz. internetové stránky skupiny OMX

<sup>130</sup> De Carvalho (2004) str.28.

<sup>131</sup> De Carvalho (2004) str.28.

burze se také podařilo vyvinout elektronickou obchodní platformu Xetra; tu nyní úspěšně licencuje burzám ve Vídni a Irsku.

Lze říci, že Deutsche Börse vytvořila vertikálně plně integrovaný celek. Tato struktura umožňuje urychlení procesu obchodování s cennými papíry. Ovšem zároveň Deutsche Börse vyžaduje při nákupu akcií na její burze využití napojeného clearingového a vypořádacího centra. Tuto podmínku vysvětluje tím, že uvedeným způsobem „usnadňuje a urychluje operace svých klientů“.<sup>132</sup>

#### **Box 4: Prozatím neúspěšné fúze Euronextu a Deutsche Börse s London Stock Exchange**

Deutsche Börse (DB) se v roce 2000 rozhodla podat nabídku na odkoupení London Stock Exchange (LSE). Tímto způsobem se snažila reagovat na vznik Euronextu, který přebíral její místo evropské dvojky (obávala se ztráty své pozice a významu). DB připravila pro LSE velmi výhodné podmínky. Nabídla jí relativní samostatnost, přeložení sídla nové společnosti do Londýna, a byla dokonce ochotna vzdát se svého obchodního jména. Londýnskou burzu ocenila na 530 pencí za akcii, což v celku představuje sumu 1,35 mld. GBP.<sup>133</sup> Myšlenka sjednocení německé a londýnské burzy nadchla i americký NASDAQ, který začal plánovat případný joint venture s novým uskupením.<sup>134</sup> Fúze se však nakonec neuskutečnila, jako hlavní důvod uvedla LSE nízkou cenu. Nicméně je jisté, že zde sehrály roli spíše jiné problémové momenty návrhu. Návrh například předpokládal, že základní měnou sjednocené platformy bude euro, což však vzhledem k rozpornému vztahu Velké Británie k této měně nemohlo být na britské straně přijato s nadšením. Návrh dále vyzdvihoval vysoké úspory plynoucí z fúze, německá strana je odhadla dokonce na 50 milionů GBP.<sup>135</sup> Těmito úsporám by nutně předcházely vysoké náklady spojené s propojením elektronických obchodních systémů obou burz. Počáteční zvýšení nákladů by se tedy v krátkém období odrazily ve vyšších cenách služeb. Přes tento prvotní neúspěch je Deutsche Börse odhodlána přijít v dohledné době s novou upravenou nabídkou.<sup>136</sup> Lze říci, že k tomu byla okolnostmi donucena, neboť do hry o LSE vstoupil Euronext. Očekává se, že ve své nabídce na odkup London Stock Exchange přihodí dalších 200 mil. GBP. Většina analytiků se však domnívá, že pokud by se skutečně rozhořela válka o odkup LSE, bude to Deutsche Börse, kdo zvítězí.<sup>137</sup>

#### **5.4.1.2. Integrace centrálních depozitářů**

Integrační seskupení burz a clearingů významně sjednotilo dosavadní fragmentovaný trh, ještě výraznější integraci však zaznamenaly evropské centrální depozitáře. Ještě v roce 2001 uvádí Giovanninovo zpráva 21 centrálních depozitářů pro 15 zemí. Dnes je řada evropských CSD součástí některé z velkých skupin. Konsolidace byla iniciována mezinárodními depozitáři,

<sup>132</sup> London Economics (2004) str. 33.

<sup>133</sup> BBC (19.12.2004).

<sup>134</sup> The Economist (1.11.2001).

<sup>135</sup> Murray (2001) str. 35

<sup>136</sup> BBC (19.12.2004).

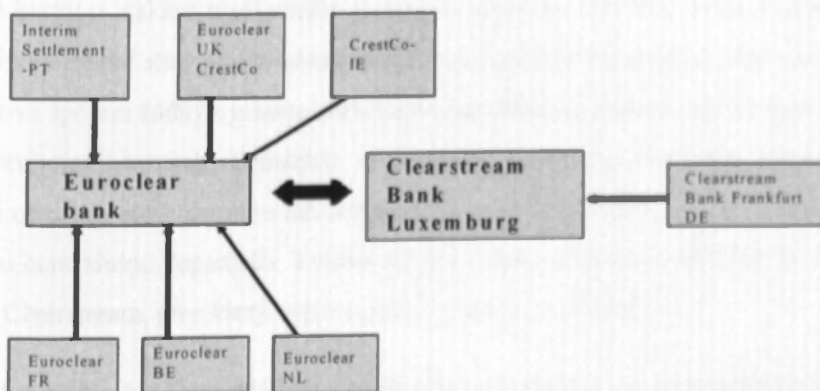
<sup>137</sup> BBC (19.12.2004).

které začaly kupovat národní depozitáře. Prvním byl belgický Euroclear, který se stal partnerem Euronextu a tím získal možnost koupit postupně francouzský, nizozemský a částečně i belgický centrální depozitář. V roce 2002 po připojení portugalské burzy ke skupině Euronextu dále získal portugalský centrální depozitář. Zcela jednotný systém vypořádání ovšem Euroclear nezaručuje, neboť jednotlivé národní depozitáře nadále používají odlišné systémy, sjednocení se však již několik let plánuje a je očekáváno v příštím roce.<sup>138</sup>

Clearstream a Euroclear postupně vybudovaly velmi přátelské vztahy, zatímco vypořádání mezi jednotlivými CSD je tzv. free of payment, tyto dva mezinárodní depozitáře používají tzv. delivery versus payment systém.

Je zajímavé, že ze severské spolupráce zatím žádný mezinárodní centrální depozitář nevzešel, národní depozitáře mají pouze vybudovány vzájemné linky. Zřejmě je to dáno tím, že ambice severského integračního uskupení nejsou tak velké, jako je tomu v případě Clearstreamu a Euroclearu.

**Obrázek 6: Vlastnická provázanost evropských centrálních depozitářů**



Poznámky: BE-Belgie, DE-Německo, FR-Francie, IE-Irsko, NL-Nizozemí, PT-Portugalsko, UK-Velká Británie

↔ tzv. Bridge (most) mezi Clearnetem a Clearstreamem

➔ vlastnické propojení

Zdroj: vlastní graf

Obrázek 6 znázorňuje majetkovou propojenost evropských depozitářů, ovšem spolupráce mezi národními depozitáři není dána jen majetkovou propojeností, většina národních

<sup>138</sup> Finextra (2004).

centrálních depozitářů má vybudované linky k nějakému mezinárodnímu depozitáři, či na nějaký významný trh.

#### **5.4.1.3. Nové členské státy**

Nové státy se postupně zapojují do evropských integrovaných obchodních systémů. Úspěšná je severská spolupráce, burzy Tallin a Riga se staly součástí velké skupiny OMX. Jedná se pouze o horizontální integraci burz, národní centrální depozitáře jsou prozatím propojeny pouze vzájemnými linky.

Co se týče zapojení středoevropských členských států do velkých evropských skupin, nelze říci, že by o ně nebyl zájem, především sousední země usilovaly o majetkovou účast v centrálních depozitářích. Ve střední Evropě tyto snahy iniciovala zejména Vídeňská burza, která chtěla posílit svůj vliv v regionu a získat nezávislost na německém trhu, neboť její smlouva s Deutsche Borse o užívání systému Xetra již brzy vyprší. Příkladem může být snaha Vídeňské burzy o získání maďarského Keleru či návrh na vytvoření aliance střední Evropy. Ovšem nové členské státy zatím nemají motivaci k podobnému spojení: „Pro velký polský trh nemá takové spojení žádný význam, a ani Česká republika jej nepovažuje za přínosné.“<sup>139</sup>

Žádné propojení nových členských států nelze v krátkém horizontu očekávat, neboť vzájemné obchody jsou prozatím tak bezvýznamné, že se nevyplatí ani zavedení vzájemných linků mezi centrálními depozitáři. Většina středoevropských států je přes přímý link napojena pouze na Clearstream, přes který vypořádávají i vzájemné obchody<sup>140</sup>.

### **5.4.2. Analýza horizontální a vertikální integrace na evropských trzích**

#### **5.4.2.1. Horizontální integrace**

##### **A) Na úrovni burz**

Hlavním motivem k integraci burz je snížení nákladů a usnadnění přeshraničních obchodů, tak to alespoň deklarují samotní aktéři fúzí. Skutečné přínosy jsou však spíše nepřímé: zvýšení likvidity a snížení spreadu mezi kupní a prodejní cenou, získání většího trhu, což zvýší sílu burzy při vyjednávání o změně regulace a zabezpečí ji lépe proti případné konkurenci. Nicméně krátkodobé fixní náklady na sjednocení systémů jsou vysoké a mohou akcionáře od fúze burzy odradit. Akcionáři burzy jsou de facto brokeri, kteří jsou si vědomi, že vysoké náklady přejdou na ně a potažmo na investory, což je může poškodit. Právě

<sup>139</sup> Vyjádření Heleny Čacké, ředitelky Univyce.

<sup>140</sup> Konkrétně se jedná o Českou republiku (Univyc), Slovensko (CDCP), Maďarsko (Keler), Polsko (KDPW) a Estonsko (ECSD).



vztahem brokerů a burz při burzovních aliancích se zabývá studie Shy, Tarkka (2002) Zdůrazňuje se zde, že „nelze vytvořit paralelu mezi ostatními síťovými odvětvími a burzovními obchody, jelikož burzy neprodávají svůj produkt (propojení nabídek na nákup a prodej akcí) přímo klientům, ale pouze členům burzy“<sup>141</sup>. Autoři předpovídají, že s „rozvojem technologie burzy nabídnou své služby investorům i přímo a budou duplikovat funkci brokerů“<sup>142</sup>.

Takto radikální předpověď nemusí vyplnit, nesmíme zapomínat, že i po demutualizaci zůstává většina burz majetkem předních brokerů (velkých bank). Ti neumožní burze zastoupit je a převzít jejich funkci prostředníků, neboť asi těžko se o ni budou chtít sami připravit. Navíc by to ani nemělo smysl, neboť pro drobné investory je složitě zvládnout veškeré formální požadavky pro vyřízení obchodu, proto je raději delegují na brokera.

Hlavní otázkou při integraci burz je, zda jejich spojení nezhorší postavení investorů. Přestože při fúzích dochází ke snížení nákladů, snižuje se zároveň také konkurence, která se i v případě burz ukázala jako velmi účinný motor pro inovace a snižování nákladů. Příkladem může být současný konkurenční boj burz s alternativními obchodními systémy, který podpořil demutualizaci burz a v některých případech i ozdravil corporate governance burzy.<sup>143</sup>

Podobně příznivý vliv má i mezinárodní konkurence. Murray (2001), str. 39 uvádí, že zavedení SEAQI systému Londýnskou burzou v 80. letech donutilo Frankfurt a Paříž modernizovat své zastaralé systémy. Pokud se dnes podíváme na USA, je zřejmé, že právě v oblasti inovace a IT systému burzy se EU podařilo USA předběhnout. V případě vytváření příliš silných celků navíc hrozí zneužívání dominantní pozice, jak se to již projevuje v případě Euronextu (viz Box 5).

Někteří autoři považují za další problém integrace burz ztrátu lukrativní blue-chips pro málo likvidní trhy menších zemí. Na těchto trzích se budou po vzniku velkých integrovaných burz obchodovat pouze málo likvidní a nezajímavé akcie.<sup>144</sup> Ovšem v dnešní době se ukazuje, že blue-chips se ani po vzniku velkých integrovaných celků jako Euronext výrazně nepřesunují<sup>145</sup>. Přesto je zachování konkurence z výše uvedených důvodů natolik důležitým argumentem, že nelze považovat integraci burz za jednoznačně nejlepší způsob konsolidace evropských obchodních systémů.

<sup>141</sup> Shy, Tarkka (2002) str.23.

<sup>142</sup> Shy, Tarkka (2002) str.24.

<sup>143</sup> Murray (2001) str.39

<sup>144</sup> například Murray (2001)

<sup>145</sup> A to k překvapení řady odborníků, jak dodává ředitelka Univycu Helena Čácká

## Box 5: Spor Evropská komise versus Euronext: zneužití dominantní pozice na trhu

Přes velmi úspěšný start a bezproblémové uzavření smluv o fúzi musí Euronext zůstat obezřetný, aby splnil všechny podmínky hospodářské soutěže a vyhnul se jejímu porušování. I když Evropská Komise podporuje integraci akciového trhu, nehodlá umožnit žádnému subjektu zneužívat své dominantní postavení. V polovině roku 2003 provedla Evropská komise v Euronextu šetření kvůli podezření z porušování hospodářské soutěže. Kontrola Komise se zaměřila na poskytnutí slev z obchodních poplatků a využití dalších podpůrných nástrojů při obchodování nizozemských cenných papírů na burze Euronext.<sup>146</sup>

K výraznějšímu snižování poplatků dovedl burzu konkurenční boj. Euronext se snažil tímto způsobem vyrovnat s konkurenčním tlakem ze strany bank a svého největšího rivala London Stock Exchange (LSE). Právě poté, co se Euronextu podařilo získat londýnskou LIFFE<sup>147</sup>, o kterou měla LSE také zájem, se konkurenční boj vyostřil. V dubnu 2003 tak Euronext snížil tržní poplatky u nizozemských akcií až o 30 % proto, že LSE se v této době snažila převzít část obchodů z amsterodamské burzy a začít obchodovat nizozemské akcie.<sup>148</sup>

Z konkurenčního boje se Euronext snažil uniknout další fúzí, s pomocí svých právníků připravil nabídku na převzetí London Stock Exchange.<sup>149</sup> LSE ji však podobně jako nabídku německé Deutsche Borse odmítla.

### B) Na úrovni clearingů

Jedním z případných kandidátů na horizontální integraci je clearing. Ke sjednocení clearingů dochází při budování jednotných obchodních platform, příkladem může být jednotný clearingový systém Euronextu Clearing 21, který vytvořil systém jednotné centrální protistrany (CCP) pro celou platformu. Vybudování jednotné evropské CCP je přínosné. Právě zde je s růstem počtu obchodů dosahováno nejen vysokého snížení nákladů z rozsahu, ale i potřebného rozsahu pro kvalitní risk-management, který je pro malé trhy tak nákladný, že systém centrální protistrany v clearingovém centru neuplatňují.

Ovšem náklady na zřízení jednotné centrální protistrany jsou také nezanedbatelné. Při zavedení je třeba významného legislativního zásahu do národní regulace trhů, neboť v případě problémů by došlo k poškození či dokonce pádu všech členských trhů, navíc by bylo složité určit odpovědnost a výsledkem by mohlo být riskantní narušení dosavadních vztahů v rámci Evropské unie. Samozřejmě vždy je možné daná rizika zajistit, otázkou však je, s jakými náklady a kdo tyto náklady ponese. Pravděpodobně by dopadly na investora, kterému mělo

<sup>146</sup> Euractiv (27.7.2004).

<sup>147</sup> Londýnská burza s deriváty.

<sup>148</sup> Channel News Asia (23.7.2004).

<sup>149</sup> Euractiv (20.12.2004).

zavedení CCP pomoci náklady snížit. Pečlivé zvážení všech nákladů a přínosu je proto při vytváření jednotné CCP namístě.

V případě menších trhů nových členských států se vzhledem k současnému objemu přeshraničních obchodů takto ambiciózní projekt patrně neuskuteční. Přestože by propojení mohlo překonat problém malé likvidity trhů a vytvořit chybějící systém centrální protistrany, byly by náklady příliš vysoké.

### C) Na úrovni centrálních depozitářů

Centrální depozitáře jsme charakterizovali jako přirozený monopol. Konkurence mezi centrálními depozitáři probíhá na mezinárodní úrovni a pouze na primárním trhu, ovšem ani tam ne zcela, neboť legislativní bariéry způsobují, že naprostá většina akcií je registrována v domácím centrálním depozitáři. K integraci dochází v případě, že přínosy z integrace v podobě dodatečné poptávky přesáhnou vysoké náklady na propojení svou systému CSD

K zhodnocení přínosů nám pomůže model, který navrhuje Tapking, Yang (2004). Autoři zde zkoumali efekt vertikální integrace burzy a CSD, úplné horizontální integrace 2 CSD a horizontální integrace 2 CSD, které nezavedly jednotný IT systém. Za nejefektivnější lze považovat úplnou horizontální integraci CSD, kde dochází vzhledem k zavedení jednotného systému IT k největšímu snížení nákladů. Činnost centrálních depozitářů při přeshraničních obchodech je komplementárním produktem, takže jejich propojení je umožní snížení nákladů. V případě legislativní integrace CSD, která není doplněna sjednocením IT systému, však vzniká monopolní struktura bez souvisejícího snížení nákladů. CSD jsou propojeny pouze linky, běžně užívanými pro propojení nezávislých depozitářů. Velký přínos toto propojení ovšem má pro nadřazenou instituci, mezinárodní depozitář, který oba centrální depozitáře zastihuje. Dochází tak de facto k vertikální integraci, neboť na původní funkci centrálního depozitáře jsou navázány další služby z oblasti vypořádání, které poskytuje ICSD.

Pouze pokud je propojení centrálních depozitářů doprovázeno propojením IT systémů, můžeme hovořit o skutečně horizontální integraci, která je žádaným jevem na evropských trzích, neboť reálně pomáhá snížit náklady na přeshraniční obchody.

#### 5.4.2.2. Vertikální integrace

##### A) Integrace CSD a ICSD

Jak jsme viděli, propojení centrálního depozitáře s mezinárodním depozitářem se může zdát velmi podobné jako propojení dvou CSD, ale rozdíl pro investora může být podstatný. ICSD je prostředníkem při přeshraničních obchodech, vede svým klientům evidenci navazující na národní centrální depozitáře. Je vystaven tvrdé konkurenci ze strany custodianů, kteří poskytují svým klientům obdobné služby. Nejedná se tedy v žádném případě o přirozeně monopolní odvětví. Pokud však dojde k vertikální integraci s národními centrálními depozitáři, ICSD monopolní postavení získává. Z této pozice může snadno ovlivnit cenovou politiku podřízených depozitářů vůči jeho konkurentům – custodianům. Výsledkem jsou neefektivně vysoké ceny poplatků za vypořádání přeshraničních obchodu. Dopady vertikální integrace CSD a ICSD zkoumá ve své práci Rochet (2005). Ukazuje, že tento způsob integrace *“přináší redistribuci bohatství, ze které profituje ICSD i brokeři a dealeri, ale penalizováni jsou investoři”*. Odůvodňuje to tím, že *„vertikální integrace snižuje mezní náklady na vypořádání, přinášející pokles poplatku na jednotlivé transakce, ale pokles konkurence v oblasti poskytování konečných služeb pro investora povede nakonec ke zvýšení koncových cen“*<sup>150</sup>.

Příkladem tohoto typu integrace je Euroclear, který přestože propojuje 6 národních depozitářů, se zavedením jednotného IT systému příliš nespíchá (hodlá jej zavést až v následujícím roce). Jeho postavení na trhu, vyplývající z ovládnutí národních certifikátů, mu však zajistilo dostatečně zajímavé zisky a růst i bez inovací vedoucích ke snížení nákladů.

To potvrzuje názor teoretiků, že v případě vertikální integrace CSD a ICSD převáží často význam poklesu konkurence nad snížením nákladů a poplatků a investor přínos této integrace nepocítí.

#### B) Integrace burzy s CSD či clearingovým centrem

Pokud uvažujeme o vertikálních fúzích burzy s CSD či clearingovým centrem, je na první pohled jasné, že zde není primární motivací snížení nákladů. Nejedná se o přirozený monopol, proto výsledná struktura pravděpodobně negativně ovlivní investory. To dokládá i studie Tapking, Yang (2004), která považuje vertikální integraci burzy a CSD za podobně problematickou jako integraci CSD a ICSD, ovšem uznává, že případ neexistující konsolidace by vedl ještě k vyšším nákladům, a je proto nejhorší alternativou. Koepl, Monnet (2004) se však k vertikální integraci burzy a CSD (tzv. vertikální silo) staví výrazně kritičtěji, nejen že ji

---

<sup>150</sup> Rochet (2005) str. 2.

považují za neefektivní, ale dokonce tvrdí, že „*muže zabránit pozitivnímu přínosu plynoucímu z horizontální integrace*“<sup>151</sup>.

Často je hlavním důvodem pro vznik vertikálně integračních celků ochrana před konkurencí. Burzy si uvědomují rostoucí konkurenci a snaží se rozšířit své aktivity tak, aby si nadále zajistily ziskovost. Vertikálním propojením se brání zahraniční konkurenci na svém trhu. Tím, že ovládají vypořádací služby, nutí účastníky své burzy je používat a dosahují celkově vyšších zisků.<sup>152</sup>

Potencionální nárůst poptávky bude kompenzován vysokými náklady na zavedení jednotného systému a navíc ztrátou monopolního postavení. Pro snižování nákladů na přeshraniční vypořádání obchodů představuje vertikální integrace spíše překážku než přínos.

#### **5.4.2.3. Otázka zajištění optimální struktury evropských obchodních systémů**

Analýza horizontální a vertikální integrace evropských burz ukazuje, že integrace obchodních systémů nemusí nutně vést ke snižování nákladů na přeshraniční obchody, alespoň v krátkodobém horizontu. Proto nemůžeme potvrdit hypotézu, že vytváření nových celků přispívá ke snižování nákladů na přeshraniční obchody. V současné době jsou stěžejní centra evropské integrace obchodních systémů (Deutsche Börse, Euronext a OMX) obvykle nejen horizontálně, ale především vertikálně integrovanými skupinami, proto nemůžeme z jejich strany očekávat významné snižování nákladů a nadšení pro odstranění bariér přeshraničních obchodů (mohlo by ohrozit jejich dosavadní monopolní postavení). Bránit nějakým způsobem trhu ve vytváření podobných integračním seskupení není ovšem jisté východiskem, spíše by bylo vhodné reagovat na tento trend kvalitním legislativním rámcem, který by zajistil, že se integrace obchodních systémů v Evropě stane motorem pro odstranění bariér a pomůže snížit vysoké náklady na přeshraniční obchody. Kvalitní legislativní systém by měl zajistit:

##### **1) Zachování konkurence**

Podstatné je zajistit, aby velké finanční skupiny nezneužívaly své dominantní postavení na trhu a nebránily tak konkurenci těch odvětví, která nejsou přirozeným monopolem.<sup>153</sup> Řada evropských zemí má vytvořeny, či dokonce dále vytváří ochranné mechanismy, které zajišťují

<sup>151</sup> Koepl, Monnet (2004) str.28.

<sup>152</sup> Příkladem může být Deutsche Börse, která se spojila s Clearstreamem, a dnes brání evropským pokusům o horizontální integraci, která by reálně pomohla snížit náklady na přeshraniční obchody. z obavy o ztrátu svého vlivu na vypořádání obchodů v Německu.

<sup>153</sup> Toho by měla, dle ředitelky Univycu Heleny Čacké, dosáhnout nová směrnice MIFI, ovšem její úspěch ohrožují zájmy dealerů a ICSD.

zvýhodněný přístup na burzu a k CSID domácím brokerům a custodianům. Vzhledem k tomu, že většina nejvýznamnějších domácích brokerů a custodianů má z pozice akcionáře burzy právo o řadě věcí rozhodovat, úspěšně se jim daří se konkurenci bránit.<sup>154</sup>

Pokud se podaří zajistit rovný přístup na trhy, vzroste konkurence obchodních systémů. Právě konkurenční tlak, který se ukázal významným motorem inovací na národní úrovni, by pak mohl pomoci ke snížení nákladů na přeshraniční obchody.

Problémem dosažení plné kompatibility evropských systémů se také jeví výše počátečních investic do harmonizace IT systémů, které se ne vždy vyplatí v případě malých akciových trhů některých členských států. Pokud Evropská unie bude usilovat o úplnou konsolidaci obchodních systémů, mohla by narušit fungování některých méně likvidních trhů zejména v oblasti střední Evropy<sup>155</sup>.

## 2) *Efektivní dohled nad jednotným trhem*

Se vznikem integrovaných obchodních platform působících ve více státech Evropské unie úzce souvisí otázka jednotného dohledu. S rostoucí konkurencí se zvyšuje riziko snižování nákladů na bezpečnostní systémy a snížení kvality řízení rizika. Současný fragmentovaný národní dohled není schopen zajistit dohled nad vznikající přeshraniční infrastrukturou. Je potřeba se proto zaměřit na užší koordinaci národního dohledu a stanovení jednotných pravidel, to může dále usnadnit konsolidaci evropských obchodních systémů.

<sup>154</sup> Příkladem toho může být využití jazykové bariéry, většina burz poskytuje důležité informace pouze v domácím jazyce, ne snad proto, že by použití angličtiny zvýšilo náklady, ale chrání tím pozici svých akcionářů-domácích brokerů.

<sup>155</sup> Jak uvádí ředitelka UNIVYCU Helena Čacká se zvyšujícími se požadavky na konsolidaci evropských obchodních systémů rostou náklady na provoz burzy, clearingů a vypořádání, které v důsledku zaplatí investoři. V případě malého trhu České republiky však mohou být velmi vysoké.

## 6. Dosažený stupeň integrace evropských akciových trhů

---

V předchozích kapitolách jsme uvedli, že se v Evropské unii dosud nepodařilo odstranit řadu bariér přeshraničního obchodování. Důsledkem těchto bariér jsou přetrvávající vysoké náklady na přeshraniční obchody s akciemi. Otázkou je, do jaké míry se přes veškeré tyto překážky daří integrovat evropské akciové trhy. Pokusíme se tedy v této kapitole ověřit základní hypotézu této práce, že akciové trhy směřují k jednotnému akciovému trhu. Zaměříme se také na to, jakého stupně integrace akciové trhy v Evropě dosahují a jaký je charakter integrace, zda postupuje stejnou rychlostí v celé Evropské unii či některé oblasti zaostávají.

K ověření základní hypotézy a zodpovězení navazujících otázek vyjdeme nejprve ze zákona jedné ceny, který nám říká, že na plně integrovaném trhu bude docházet ke sjednocení cen, v případě akcií výnosů. V jeho duchu budeme měřit dosažené korelace výnosů evropských akciových indexů. Stupeň integrace akciových trhů v Evropě můžeme měřit také pomocí tzv. kvantitativních ukazatelů (např. počtu zahraničních akcií registrovaných na burze). Tímto způsobem budeme měřit dosaženou integraci akciového trhu ve druhé části této kapitoly, k měření využijeme údaje o geografické struktuře portfolií evropských investičních fondů. Metoda kvantitativních ukazatelů nám zároveň poslouží k dalšímu cíli, s její pomocí se budeme snažit testovat hypotézu 3, že odlišné měny v Evropské unii představují bariéru integrace akciového trhu celé Evropské unie, a tedy že v eurozóně dochází k vyššímu stupni integrace než ve zbývající části Evropské unie.

### 6.1. Způsoby měření integrace

Existuje řada způsobů, jak měřit integraci akciových trhů. Obvykle se používané postupy dělí do následujících skupin:<sup>156</sup>

1) **Metoda vycházející z aplikace zákona jedné ceny** představuje nejsilnější implikaci definice integrace akciových trhů, zahrnuje dvě široké kategorie postupů:

---

<sup>156</sup> Takové dělení používá např. Baele, Ferrando (2004) nebo Horská (2004).

### - Zkoumání reakce trhu na společnou informaci

Cílem tohoto přístupu je odlišit informační efekty na akciové trhy od ostatních vlivů, které na trhy působí. Vychází z myšlenky, že s postupující integrací akciových trhů budou portfolia na evropské úrovni dobře diverzifikovaná. V takovém případě by efekt lokální informace (vycházející z jednoho členského státu) na evropský trh měl být malý, zatímco informace celoevropského charakteru by měla celý akciový trh v Evropě ovlivnit.<sup>157</sup>

### - Porovnání cen

Tato metoda měří rozdíly v cenách akcií či jejich výnosech způsobené jejich geografickým původem. Vychází z myšlenky, že v případě skutečné integrace musí mít aktivum s totožnými parametry (výnos, riziko) stejnou cenu na všech trzích.<sup>158</sup>

## 2) Metoda využívající kvantitativní ukazatele

Přístup založený na kvantitativních ukazatelích se snaží kvantifikovat bariéry, kterým čelí účastníci trhu na straně poptávky a nabídky. Využívá data o počtu institucionálních investorů nebo firem registrovaných na zahraničních burzách jako měřítko tzv. domácího vychýlení.<sup>159</sup>

## 6.2. Aplikace zákona jedné ceny

V této kapitole rozdělíme Evropskou unii na 2 části:

- staré členské státy: Velkou Británií, Švédsko, Dánsko a 12 zemí eurozóny, které tvoří tzv. EU15,
- nové členské státy.

Zatímco o postupující integraci v EU15 již byla publikována řada studií, nové členské státy jsou zatím méně probádanou oblastí. Přistoupily k EU až v roce 2004 a jejich akciové trhy začaly fungovat teprve ve druhé polovině 90. let, a proto není na rozdíl od EU15 k dispozici dostatek dat pro analýzu integrace těchto zemí.

Soubor dat, která máme k dispozici o evropských akciových trzích, bohužel obsahuje pouze jednotný akciový index pro celou eurozónu, proto nemůžeme empiricky analyzovat

<sup>157</sup> Tento způsob využili například Baele, Ferrando (2004), kteří zkoumali do jaké míry reagují výnosy evropských národních trhů na informace z evropské eurozóny a USA - představitele globálního trhu

<sup>158</sup> Tímto způsobem postupovali například Adjaouté, Danthine (2003), kteří porovnávali korelaci dvou akciových indexů ve dvou různých periodách či Hardouvelis, Malliaropoulos, Priestley (2000), kteří na základě oceňovacího modelu CAPM zkoumali význam domácích, globálních a celoevropských faktorů na vývoj evropských akcií. Přístup vycházející ze zákona jedné ceny bude použit i v další analýze

<sup>159</sup> Tímto způsobem měří integraci například Adam (2002), který zkoumá podíl domácích akcií v portfoliu domácích a zahraničních investorů a povahu diverzifikace evropských portfolií.



dosaženou integraci v eurozóně. Postupující integraci akciových trhů eurozóny tak zhodnotíme pouze na základě rozsáhlého množství studií, které o této problematice existují. V případě nových členských států a zbývajících členských států EU - Velké Británie, Švédsko a Dánsko máme k dispozici denní hodnoty akciových indexů. Ty využijeme k porovnání dosaženého stupně integrace v EU15 (tedy eurozóny a Velké Británie, Švédsko, Dánsko) s integrací probíhající v nových členských státech.

## 6.2.1. Integrace akciových trhů v EU15

Integraci v EU15 se zabývá řada studií, které zkoumají integraci v duchu zákona jedné ceny. Můžeme je rozdělit do dvou skupin: na studie vycházející z porovnání cen a studie zkoumající reakci národních trhů na jednotnou informaci.

### 6.2.1.1. Porovnání cen

Jak jsme uvedli, existuje řada měřítek pro integraci akciových trhů, které využívají porovnání cen.

Jedna část literatury vychází z modelu CAPM a porovnává ex-ante výnosy na různých trzích. V tomto modelu je na plně integrovaných akciových trzích odpovídajícím ex-ante výnosem oceněna pouze kovariance národního rizika se světovým trhem, zatímco samotné diverzifikovatelné národní riziko nepřináší žádný dodatečný výnos<sup>160</sup>. Tento přístup používá Hardouvelis, Malliaropoulos, Priestley (2000). Studie zkoumá, zda jsou výnosy akciových trhů ovlivněny lokálními či spíše celoevropskými faktory. Docházejí k závěru, že význam celoevropských faktorů je závislý na přijetí jednotné měny.

Použití modelu CAPM však může být problematické. Hlavním úskalím může být nevhodná identifikace rizikových faktorů, které ovlivňují trhy, proto se řada studií odklonila od modelování dle zákona jedné ceny a přiklonila se k alternativním testům.<sup>161</sup>

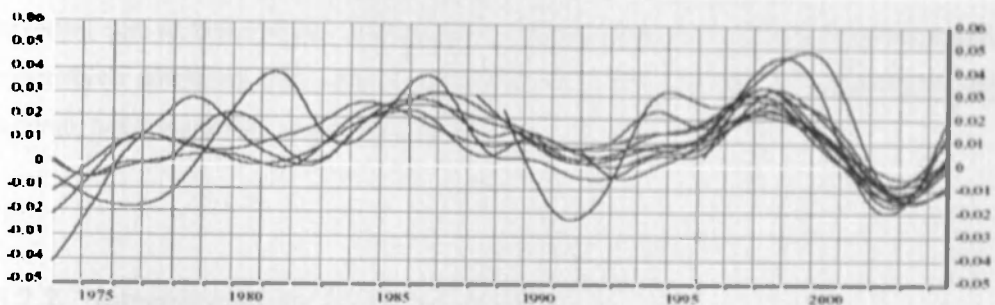
Další část literatury vychází již z jiných přístupů, obvykle porovnává ex-post výnosy na trzích a hodnotí korelaci národních akciových indexů či jejich výnosů.

Baele (2004) porovnává výnosy na jednotlivých trzích upravené o dividendy v letech 1973-2003. Výsledky uvedené v grafu 15 naznačují, že akciové trhy se od roku 1990 vyvíjejí velmi podobně, ale překvapivě k dalšímu významnému posílení konvergence nedochází, a to i přes sbližování úrokových měr a zavedení jednotné měny.

<sup>160</sup> Podrobný popis tohoto přístupu je uveden v Adam (2002).

<sup>161</sup> Tento problém zdůrazňuje například práce Baele (2004).

**Graf 17: Výnosy akciových trhů EMU filtrované Hodrick-Prescottovým filtrem<sup>162</sup>**  
(měsíční údaje 1973-2003)



Zdroj: Baele, Ferrando (2004)

Adjaouté, Danthine, (2003) srovnávali ve své práci změny v korelaci akciových indexů eurozóny v čase. Porovnávali hodnoty korelačního koeficientu za období před zavedením eura a po zavedení eura. Došli k závěru, že dochází k růstu korelace akciových indexů po zavedení eura. Podstatná je však jejich interpretace rostoucí korelace akciových indexů, neboť usoudili, že pozorovaná rostoucí korelace indexů akciových trhů nepodporuje integraci akciového trhu, protože snižuje diversifikační příležitosti pro investory.

### **6.2.1.2. Reakce národních trhů na jednotnou informaci**

Tento přístup k měření integrace vychází z myšlenky, že míra variance národního trhu, kterou lze vysvětlit společnou nadnárodní informací, je pozitivně korelovaná s postupující integrací. Tento přístup ke zkoumání integrace využil ve své práci Fratzcher, (2001). Ve své práci identifikoval rostoucí korelaci v rámci eurozóny od roku 1996. Dochází tak k podobným výsledkům jako Adjaouté, Danthine (2003), ale na rozdíl od nich považuje rostoucí korelaci za důkaz postupující integrace akciových trhů.

Baele (2003) ve své práci řeší, zda se s postupující integrací mění na evropských akciových trzích význam celoevropských a amerických (světových) šoků. Ve svém modelu používá sílu reakce na šoky jako proměnou. Ukazuje, že se síla reakce mění v čase. Pro nás je však významnější druhý závěr jeho práce ukazující, že celoevropské šoky vysvětlují 15% rozptylu národních akciových trhů, zatímco americké (světové) vysvětlují 20% rozptylu evropských národních akciových indexů. Světový trh zůstává prvotní determinantou pro vývoj národních

<sup>162</sup> Hodrick-prescottův filtr je algoritmus pro vyhlazování hodnot v časových řadách. Vybírá vyhlazené hodnoty  $s^t$  pro prvky časové řady  $x^t$ , přičemž minimalizuje  $(x^t - s^t)^2$ . Vyhlazení je vyšší než při diferencování časové řady, neboť filtr odstraní vysokofrekvenční šum

trhů, přestože se význam celoevropského trhu v posledních letech významně zvýšil. K velmi podobnému výsledku dospěli i Aggarwal, Lucey, Muckley (2003), kteří ukázali na datech od roku 1985 až 2002, že o integraci akciových trhů v Evropě můžeme mluvit až v době zavedení eura na konci 90. let. Dále uvedli, že i přesto nadále zůstává hlavním determinantem evropských národních trhů světový (americký) trh, proto evropské trhy konvergují spíše k němu, než k vlastnímu společnému základu.

## **6.2.2. Integrace nových členských států**

Integrace akciových trhů nových členských států je velmi aktuální otázkou, neboť tyto státy přistoupily k EU až v roce 2004. Ke zkoumání však chybí dostatečný časový odstup vhodný pro zhodnocení alespoň střednědobého trendu, současné výsledky studií mohou být ovlivněny řadou přechodných vlivů.

### ***6.2.2.1. Dosavadní výzkum***

Integrace akciových trhů nových členských států stála doposud spíše v pozadí zájmu odborníků, přesto se pokusíme shrnout, jakým směrem se ubíraly dosavadní analýzy.

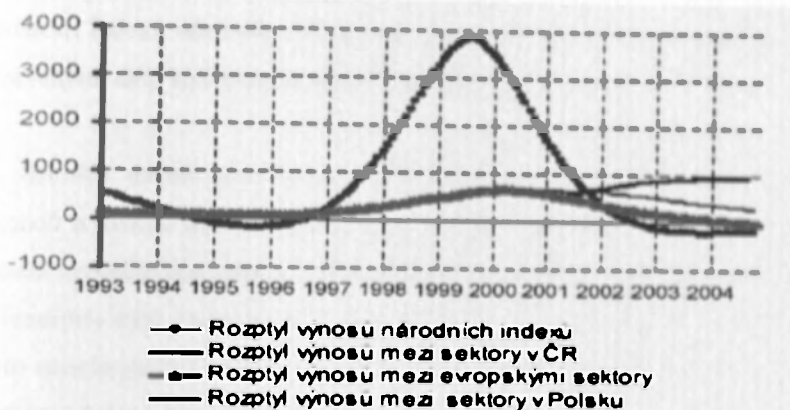
Gilmore, Lucey, McManus, (2005) se zabývali vtahem akciových trhů středoevropských států (ČR, Polsko, Maďarsko) a západoevropských států (Velká Británie a Německo) v období od roku 1995 do 2005. Ukazují, že integrace středoevropských států s velkou Británií a Německem se jeví jako nevýznamná. Dosažená závislost silně závisí na zkoumaném období. Vzhledem k silným obchodním vztahům Německa a středoevropských států je zajímavé, že není pozorován žádný pokrok v integraci akciových trhů.

V České republice se integrací akciových trhů zabývala Horská (2004), která metodologicky vychází ze studie Baele (2004).<sup>163</sup> Dochází k závěru, že korelace mezi akciovými indexy nových členských zemí a evropských států se po vstupu do EU nevyvíjela jednoznačně, ale očekává její postupný nárůst s celkovou integrací ekonomik. Ve druhé části práce zkoumá, zda je možné dosáhnout v rozšířené Evropské unii vyšších výnosů geografickou či sektorovou diverzifikací (viz.graf 18).

---

<sup>163</sup> Pro měření integrace používá porovnání korelace mezi měsíčními národními indexy a MCSI v období před a po vstupu do EU.

**Graf 18: Rozptyl národních a sektorových indexů ve vybraných ekonomikách (meziroční změny vyhlazené v čase Hodrick-Prescottovým filtrem)**



Poznámka: Rozptyl výnosů národních indexů zahrnuje indexy EU15 a ČR, Maďarska, Polska  
Zdroj: Horská (2004)

Z jejich výpočtů vyplývá, že rozptyl národních indexů převyšoval po dlouhou dobu rozptyl indexů sektorových, a zajišťoval tak investorům vyšší výnosy při geografické diverzifikaci než diverzifikaci sektorové. Až po roce 2001 dochází k obratu, postupně začaly evropské trhy reagovat symetricky na společné podněty a výnosy z geografické diverzifikace poklesly pod úroveň výnosů plynoucích ze sektorové diverzifikace. Rozptyl výnosů ze sektorové diverzifikace zejména v zemích střední a východní Evropy (Maďarska, Polska a ČR) může v současnosti přinést velmi zajímavé zisky.

#### 6.2.2.2. Měření korelace výnosů akciových trhů

Zaměříme se nyní na zhodnocení dosaženého stupně integrace v nových členských státech. Využijeme porovnání dosažené integrace v rámci EU15 a integrace nových členských států s eurozónou a pokusíme se analyzovat i dosaženou integraci v rámci nových členských států.<sup>164</sup> V této části budeme vycházet z denních dat akciových indexů nových členských států<sup>164</sup>, EU15<sup>165</sup> a jednotného indexu eurozóny.<sup>166</sup> Celkově máme k dispozici 1589 pozorování pro každý index za období od 5.1.2000 do 20.2.2005.<sup>167</sup>

<sup>164</sup> České republiky (PX50), Maďarska (Budapest Stock exchange index), Polska (Warsaw General Index WIG 20), Slovenska (SAX Bratislava Index), Estonska (Tallin), Litvy (Riga Stock Exchange Index RIGSE), Lotyšska (Vilnius Stock Exchange Index VILSE), Kypru (Cyprus All Share Index), Malty (Malta Stock Exchange Index), Slovinska (SBI20 Index)

<sup>165</sup> Velké Británie (London FTSE Index), Švédsko (Stockholm Stock Index), Dánsko (Copenhagen Stock Index)

<sup>166</sup> Dow Jones Euro Stoxx Broad Index, jedná se o index složený z 316 akcií největších společností eurozóny, které jsou obsaženy v Dow Jones Stoxx 600

<sup>167</sup> Data jsou převzata z Eurostat a Reuters

Samotné hodnoty indexu jsou však těžko porovnatelné, neboť každý index má jinou bázi, proto si data upravíme na denní výnosy z akciového indexu<sup>168</sup>, neboť při měření vzájemné závislosti indexů nás bude zajímat, zda se výnosy trhů pohybují ve vzájemné shodě. S takto upravenými daty budeme pracovat v celé další analýze.

Při denních datech jsme museli vyřešit problém chybějících pozorování, neboť během víkendů a svátků data nemáme. Nelze předpokládat, že se cena nemění, neboť pokud by nastala neočekávaná událost a obchodovalo by se, cena by se změnila. Dní, kdy v některém z členských států obchodování neprobíhá, není málo, proto jsme nahradili v těchto dnech de facto neexistující cenu cenou posledního dne obchodování, přestože to nelze považovat za perfektní řešení. Pokud bychom totiž hodnoty vypustili, porovnávali bychom pro další den výnosy dvoudenní v zemích, kde se obchodovalo, sjednodenními v zemích, kde se neobchodovalo. Výsledek analýzy, ke které data použijeme, by však tento problém neměl výrazně ovlivnit, neboť nejsou podstatné skutečné hodnoty denních výnosů, ale jejich vzájemné porovnání v dlouhém období.

#### 1) *Zkoumání vztahu nových členských států a Evropské unie*

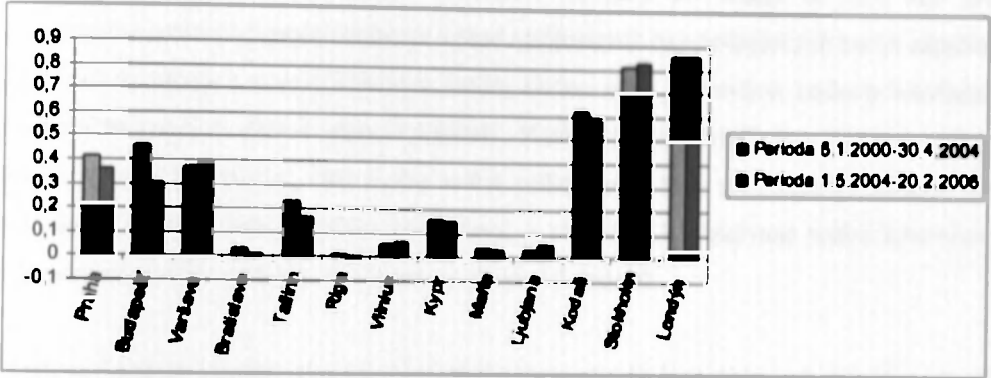
Ke zkoumání integrace použijeme korelační analýzu, podobně jako Adjaouté, Danthine, (2003) nebo Horská (2004). Budeme porovnávat dosažené hodnoty korelace jednotlivých národních indexů s indexem eurozóny. Tento přístup není bezproblémový, neboť v korelaci akciových indexů se projeví i vliv světového trhu a další efekty, které nejsme schopni tímto způsobem odstranit. Ty budou patrně výsledné hodnoty zkreslovat.

Soubor pozorování rozdělíme na dvě období od 5. 1. 2000 – 30 .4. 2004 a od 1. 5. 2004 - 20. 2. 2005, tedy na období před a po vstupu nových členských států do EU. Nejprve budeme zkoumat změnu korelací výnosů národních indexů nových členských států s výnosy indexu eurozóny v období před vstupem a po vstupu do Unie. Výsledek porovnáme s korelací dosaženou mezi výnosy indexu eurozóny a výnosy indexů zemí, které dosud do eurozóny nevstoupily a nemají proto výhodu společné měny. Přesto však můžeme předpokládat, že dlouhé období propojení s jednotným trhem EU výsledky hodnot ovlivní.

---

<sup>168</sup> Tím se nám počet pozorování sníží na 1597. Tento soubor budeme značit v dalším textu N.

**Graf 19. Korelace výnosu indexu eurozóny s výnosy národních indexů před vstupem a po vstupu do EU**



Zdroj: vlastní výpočty dle Eurostat a Reuters

**Tabulka 7. Korelace výnosu indexu eurozóny a národních indexů**

	ČR	maďarsko	Polsko	Slovensko	Estonsko	Litva	Lotyšsko	Kypr	Maďarsko	Slovensko	Maďarsko	Velká Británie
Období 5.1.2000 - 29.4.2004	0,42	0,46	0,37	0,03	0,23	0,01	0,06	0,16	0,04	0,03	0,62	0,81
Období 1.5.2004 - 20.2.2006	0,36	0,31	0,39	0,01	0,16	-0,01	0,06	0,15	0,04	0,05	0,59	0,83

Zdroj: vlastní výpočty dle Eurostat a Reuters

Výsledky uvedené v grafu 19 a tabulce 7 ukazují, že země Švédsko, Dánsko a Velká Británie měly a nadále mají silně korelované výnosy akciových indexů s výnosy v eurozóně. To potvrdily i výsledky studií zabývající se korelací indexů v EU15. Na druhou stranu v případě Londýna, který je světovým trhem s akciemi a bude pravděpodobně vysoce korelován se světovým trhem, může být vysoká hodnota dána spíše integrací světových trhů, než posilováním evropské integrace.

Hodnoty korelačního koeficientu pro nové členské státy jsou velmi odlišné. Lze říci, že státy geograficky nejbližší trhům eurozóny (Česká republika, Maďarsko a Polsko) vykazují nejvyšší hodnoty korelace s eurozónou. Poměrně vysoké jsou i hodnoty koeficientu v případě Estonska, jehož Tallinská burza je napojena na skupiny OMX, ovšem je překvapující, že burzy zbývajících dvou pobaltských zemí, jejichž burzy jsou rovněž napojeny na OMX, dosahují velmi nízkých hodnot.

Zajímavé je také porovnání hodnot před a po vstupu do Evropské unie. Předpokládali bychom přinejmenším slabý nárůst korelace s indexem eurozóny po vstupu do EU, kdy došlo k odstranění posledních právních bariér a snad i případných psychologických bariér západních investorů ve vztahu k novým členským státům. Ovšem opak je pravdou, hodnoty korelačních koeficientů v drtivé většině případů poklesly. V tak krátkém období, které máme zatím po vstupu do EU k dispozici, však mohla sehrát velkou roli i řada přechodných faktorů, které nebudou z dlouhodobého hlediska směřovat, a vzhledem k očekávané reálné konvergenci k Evropské unii lze očekávat růst korelace akciových indexů.

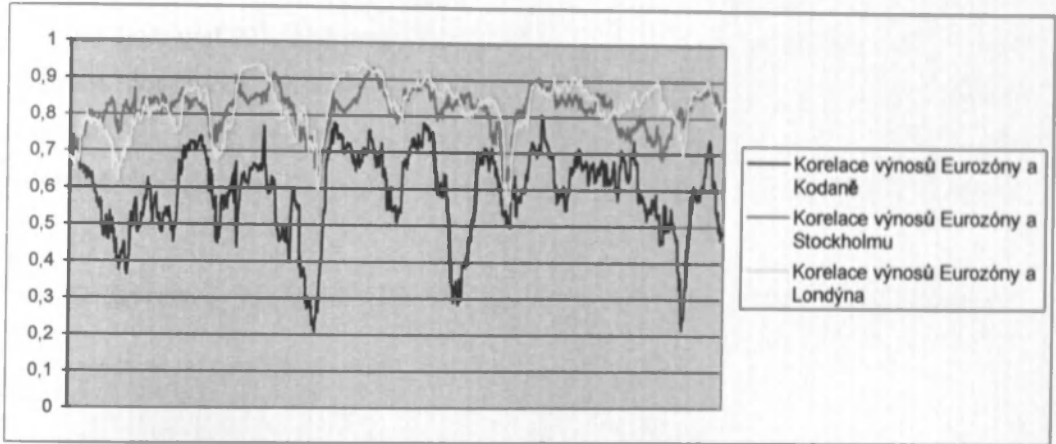
Přestože hodnoty korelace získané porovnáním dvou období jsou zajímavé, pokusíme se nyní přejít k dynamičtějším modelům, který nám blíže ukáže, jak se korelační koeficient měnil v čase.

Rozdělíme si soubor pozorování do skupin po 60 pozorováních a budeme pro 60-ti prvkové soubory počítat korelační koeficient. Máme na výběr dvě možnosti:

- Můžeme data brát postupně, tedy vzít první soubor 60-ti pozorování, poté druhý atd. Tím však získáme pouze  $N/60$ , v našem případě tedy 26 hodnot korelačního koeficientu.
- Alternativou je použít klouzavou skupinu 60-ti pozorování, kdy každý následný korelační koeficient vytvoříme výpočtem korelace ze souboru vzniklého odebráním nejstarší hodnoty a přidáním nejnovější. Takto získáme řadu s počtem korelačních koeficientů  $N-60$ , tedy 1537 hodnot pro každý index. Nevýhodou je, že v tomto případě jsou na sobě pozorování závislá. Přesto však dáme přednost této metodě, neboť nám přinese výrazně detailnější analýzu vývoje korelace v čase.

Pro komparaci jsou důležité dosažené hodnoty korelačního koeficientu výnosů eurozóny a zbývajících zemí EU15 - Dánska, Švédsko a Velká Británie. Graf 20 ukazuje, že korelace výnosů těchto indexů s výnosem indexu eurozóny je relativně málo volatilní, to platí především pro Londýn a Kodaň. Zajímavé je, že graf má v případě všech 3 zemí podobný tvar, což ukazuje na významnou vzájemnou korelaci výnosů akciových trhů těchto zemí, kterou potvrdily i výzkumy uvedené v předchozím textu.

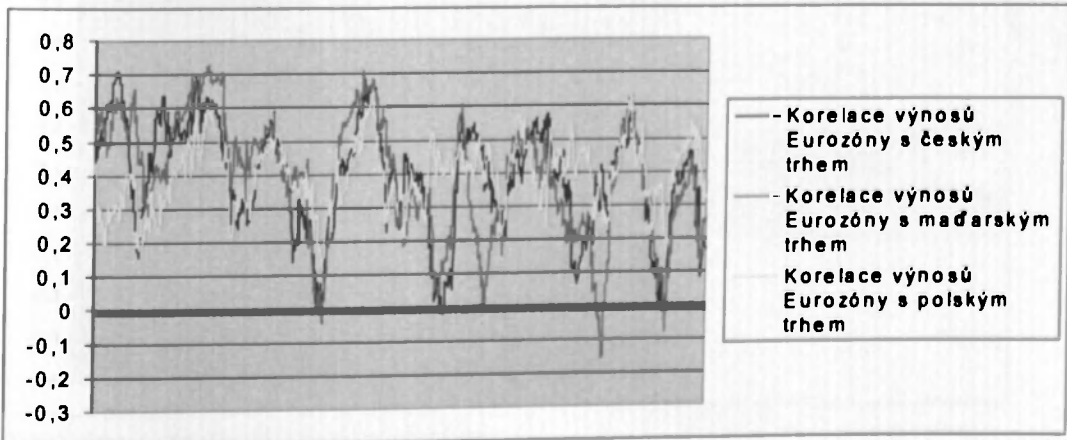
**Graf 20: Korelace výnosů indexů eurozóny s výnosy trhů ve Velké Británii, Švédsku a Dánsku**



Zdroj: vlastní výpočty dle Eurostat a Reuters

V případě nových členských států je všeobecně korelace výrazně volatilnější. Pouze v případě Varšavy se korelace v žádném období nepřiblížila nulové hodnotě. Trhy ČR, Maďarska a Polska znázorněné v grafu 21 dosahují všeobecně nejvyšších hodnot korelace s eurozónou. Podobně jako v případě Velké Británie, Švédska a Dánska se v grafu projevuje vzájemná korelace mezi těmito trhy (její konkrétní hodnoty budou uvedeny v dalším textu), ovšem na rozdíl od nich je zde překvapivě patrný slabě klesající trend dosahované korelace s eurozónou, o kterém jsme se již zmínili.

**Graf 21: Korelace výnosů indexů eurozóny s výnosy trhů v ČR, Maďarsku a Polsku**

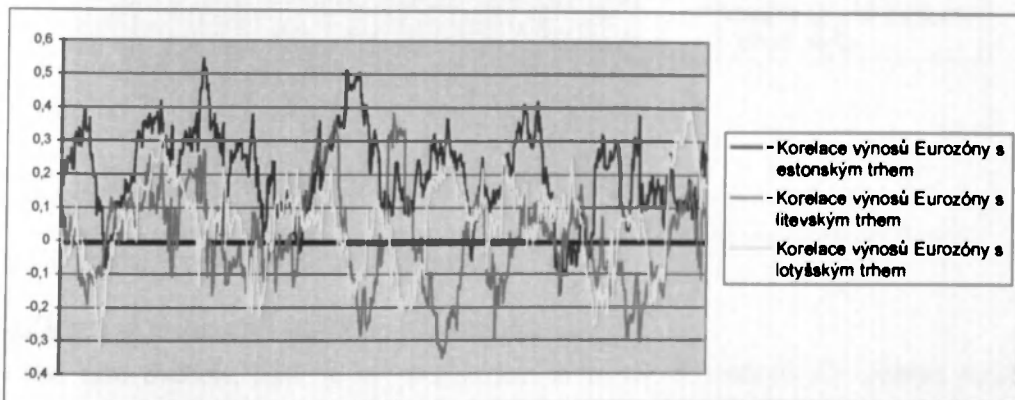


Zdroj: vlastní výpočty dle Eurostat a Reuters



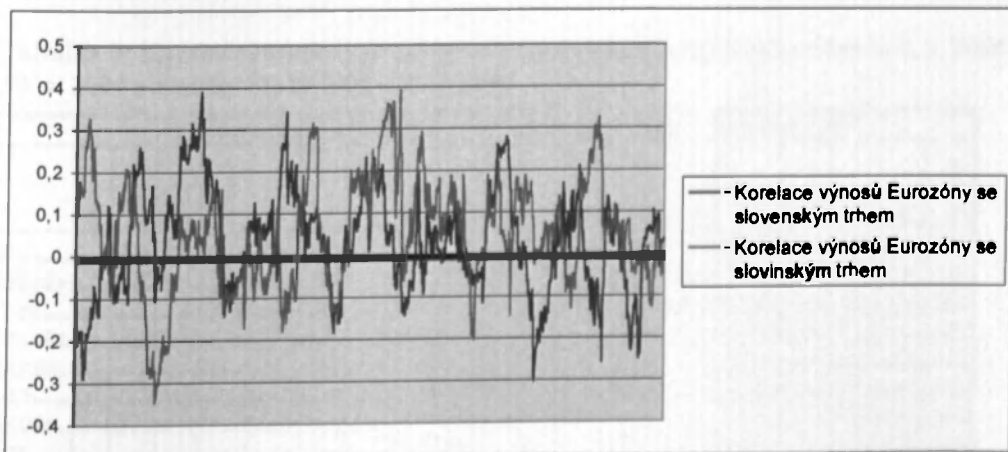
Na rozdíl od zemí střední Evropy, je v případě pobaltských zemí korelace s eurozónou výrazně slabší, proto se národní výnosy z indexů vyvíjejí v řadě období zcela odlišně od eurozóny (viz. graf 22). Také volatilita dosahovaných hodnot je vysoká. Ještě vyšší je však v případě Slovenska a Slovinska, které všeobecně dosahují téměř nejnižších hodnot korelace (viz. graf 23). Právě z důvodu nízké korelace výnosů z akciových indexů s eurozónou jsou tyto země vhodnými kandidáty pro geografickou diverzifikaci portfolia evropských investorů.

**Graf 22: Korelace výnosů indexů eurozóny s výnosy trhů v Litvě, Lotyšsku a Estonsku**



Zdroj:vlastní výpočty dle Eurostat a Reuters

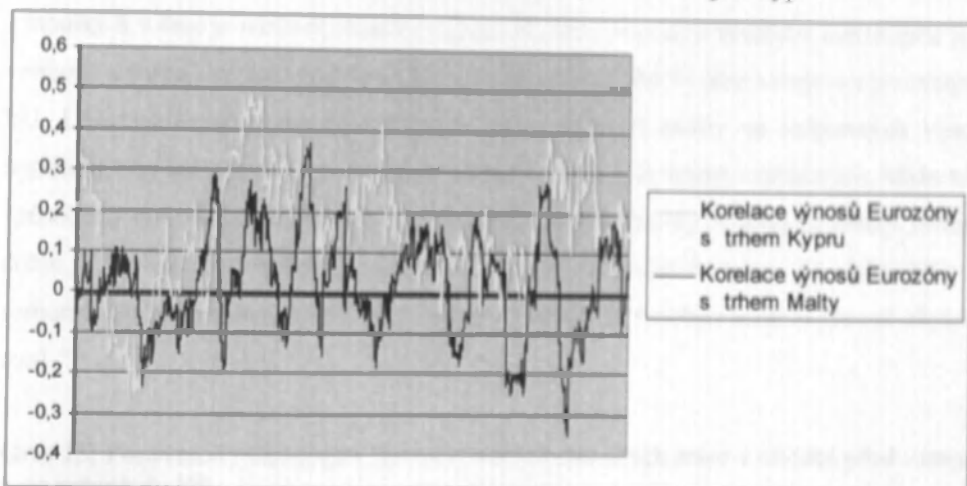
**Graf 23:Korelace výnosů indexů eurozóny s výnosy trhů na Slovensku a ve Slovinsku**



Zdroj:vlastní výpočty dle Eurostat a Reuters

Výsledné hodnoty korelačních koeficientů pro Maltu a Kypr jsou také velmi nízké s vysokou volatilitou, přestože tyto země nebyly od Evropské unie před rokem 1990 nijak izolovány, a dal by se proto očekávat větší vliv eurozóny na vývoj těchto akciových trhů.(viz. graf 24)

**Graf 24: Korelace výnosů indexů eurozóny a výnosy trhů Maltý a Kypru**



Zdroj: vlastní výpočet dle Eurostat a Reuters

## 2) Zkoumání vzájemných vztahů nových členských států EU

V této části ověříme, jestli se se vstupem nových členských států do EU změnily jejich vzájemné vztahy, a zda jim vstup přinesl odstranění vzájemných bariér a rozvoj vztahů. Pro účel této analýzy opět rozdělíme pozorování na období před vstupem do EU (5. 1. 2000 - 30. 4. 2004) a po vstupu do EU (1. 5. 2004 - 20. 2. 2006), poté porovnáme korelační koeficienty v těchto obdobích.

**Tabulka 8: Korelační matice výnosů indexů nových členských států v období 5. 1. 2000 - 30. 4. 2004 a v období 1. 5. 2004 - 20. 2. 2006**

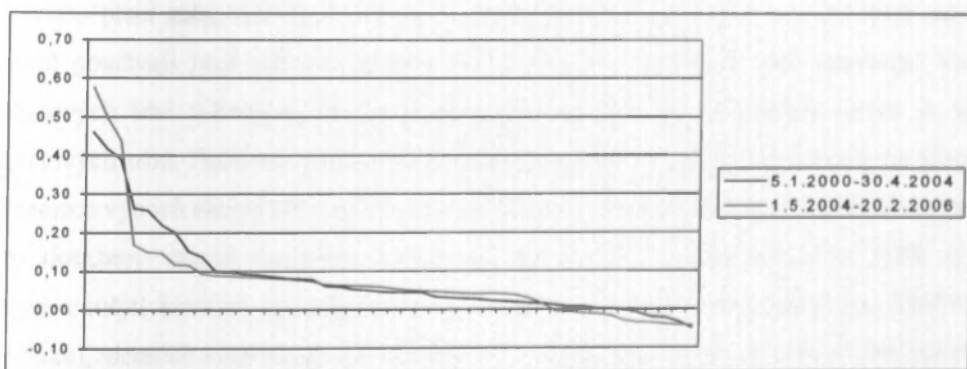
	Období 5. 1. 2000 - 30. 4. 2004										Období 1. 5. 2004 - 20. 2. 2006									
	ČR	Maďarsko	Polsko	Slovensko	Estonsko	Litva	Lotyšsko	Kypr	Maltý	Španělsko	ČR	Maďarsko	Polsko	Slovensko	Estonsko	Litva	Lotyšsko	Kypr	Maltý	Španělsko
ČR	1	0,46	0,19	-0,01	0,26	0,03	0,09	0,14	0,04	0,08	1	0,5	0,44	0,05	0,15	-0,01	0,12	0,08	-0,01	0,05
Maďarsko		1	0,42	-0,01	0,22	0,00	0,06	0,13	0,09	0,08		1	0,58	0,09	0,11	0,08	0,09	0,06	0,06	0,01
Polsko			1	0,04	0,26	0,00	0,08	0,10	0,04	0,05			1	0,34	0,12	0,07	0,08	0,08	0,04	0,08
Slovensko				1	-0,05	-0,02	-0,02	0,01	0,02	0,05				1	0,05	0,04	-0,04	0,06	0,01	0,04
Estonsko					1	0,09	0,20	0,10	0,02	0,06				1	0,05	0,06	0,08	-0,02	0,01	
Litva						1	0,05	0,01	0,02	0,00					1	0,15	0,09	0,04	0,04	
Lotyšsko							1	0,01	0,02	0,01						1	0,09	-0,02	0,04	
Kypr								1	0,02	0,03							1	0,04	0,08	
Maltý									1	0,02								1	0,01	

Zdroj: vlastní výpočty dle Eurostat a Reuters

Z tabulek je zřejmé, že integrace mezi novými členskými státy postupuje pomalu. Výjimkou jsou státy střední Evropy (ČR, Polsko, Maďarsko), kde korelační koeficient dosahuje téměř

0,5. Je však zajímavé, že se k této skupině nepřidalo i Slovensko, které je s ČR propojeno kulturně i jazykově. Překvapivá je také velmi nízká korelace indexů pobaltských států, které jsou dokonce součástí jediné obchodní platformy OMX. Změna korelačních koeficientů z tabulky 8 v čase je názorně ukázána v grafu 25, který srovnává korelační koeficienty podle velikosti a shrnuje vývoj korelačních koeficientů v rámci období před vstupem a po vstupu do EU. Ukazuje, že vstup do Evropské unie zatím výrazné změny ve vzájemných vztazích nepřinesl, a to ani v případě vztahu k eurozóně, ani v případě vztahů vzájemných. Může to být způsobeno tím, že k významné změně vnímání nových členských států ze strany investorů došlo již v okamžiku ohlášení vstupu do EU, neboť jak uvádí Podpiera, Dvořák(2001): „Již samotné oznámení vstupu do EU se projevilo v okamžitém vysokém nárůstu výnosů akciových trhů.“

**Graf 25: Porovnání vzájemných korelací nových členských států v období před vstupem a po vstupu do EU**



Poznámka: Každá z křivek grafu znázorňuje korelační koeficienty pro dvojice zemí z tabulky 8 srovnané podle velikosti od největšího po nejmenší, neboť pro účel zhodnocení integrace v celé oblasti není podstatné, které konkrétní koeficienty jsou vyšší či nižší.

Zdroj: vlastní výpočty dle Eurostat a Reuters

### 6.2.3. Závěry měření dosaženého stupně integrace pomocí aplikace zákona jedné ceny

K měření dosaženého stupně evropské integrace akciových trhů existuje řada přístupů, které docházejí k různým závěrům. V tomto případě byla jako měřítko použita korelace výnosů akciových indexů. Korelace však není optimálním měřítkem:

- Výše korelačního koeficientu může být ovlivněna řadou faktorů působících na světovém akciovém trhu, a proto nemusí být rostoucí korelace akciových indexů či jejich výnosů ideálním měřítkem pro evropskou integraci Tuto domněnku potvrzují

výsledky studií, které porovnávají vliv celoevropských a celosvětových faktorů na ceny evropských akcií. Mnohé z nich ukazují, že americký trh ovlivňuje evropské trhy více než evropské faktory.

- Dalším problémem použití korelace je složitá interpretace dosažených výsledků. Ne všechny studie předpokládají, že rostoucí korelace akciových indexů implikuje rostoucí integraci akciových trhů. Na jedné straně svědčí vyšší korelace o tom, že akciové trhy ovlivňují jednotné faktory, na druhou stranu však klesá při vysoké korelaci výnosů akciových trhů zájem o přeshraniční obchody, neboť nejsou zajímavé z pohledu diverzifikace portfolia.

Jsme si těchto nedostatků vědomi, a proto se pokusíme zhodnotit dosažený stupeň integrace akciových trhů také pomocí aplikace metody kvantitativních ukazatelů, která se těmto problémům vyhýbá.

Většina prací zabývajících se integrací evropských akciových trhů v EU15 nebo eurozóně, které používají jako měřítko nějakou formu korelace akciových trhů, potvrzuje integraci akciových trhů v Evropě. Studie odhalily rostoucí korelaci akciových indexů či výnosů akciových trhů. Pokud se podíváme na výsledky našich výpočtů zaměřených na porovnání korelace výnosů akciových indexů nových členských států s eurozónou, musíme konstatovat, že dosažený stupeň integrace nových členských států s eurozónou není příliš vysoký. Významnější korelaci vykazují pouze země střední Evropy (Česká republika, Maďarsko a Polsko), nicméně v porovnání s hodnotami korelačního koeficientu tří starých členských států (Švédsko, Dánsko a Velká Británie) s eurozónou nejsou hodnoty nijak závratné.

Výše korelačního koeficientu se významně nezměnily ani se vstupem do Evropské unie v roce 2004. To však může být způsobeno řadou přechodných efektů, protože máme zatím k dispozici pouze velmi krátké časové období.

Zajímavý je také vývoj korelace v čase, korelace výnosů akciových indexů nových členských států s výnosy v eurozóně je velmi volatilní oproti korelaci výnosů Velké Británie, Dánska a Švédska s eurozónou.

Dosažená vzájemná korelace nových členských států dosahuje ještě nižších hodnot než korelace s eurozónou. To je překvapivé zejména v případě pobaltských států, které používají jednotnou obchodní platformu OMX, a také v případě České republiky a Slovenska, které jsou si s historického a kulturního hlediska velmi blízké.

Jak jsme viděli, vyšších hodnot dosahuje pouze korelace tří středoevropských států, která se ještě mírně zvýšila po vstupu do EU.

Na základě tohoto shrnutí můžeme potvrdit základní hypotézu, že evropské akciové trhy směřují k jednotnému akciovému trhu, ovšem s výhradou, že evropská integrace akciových trhů neprobíhá zdaleka jednotně. Zatímco v EU15 došlo již k významnému sblížení výnosů akciových indexů, nové členské státy výrazně zaostávají. Výjimkou jsou pouze státy střední Evropy, které vykazují poněkud vyšší hodnoty korelace, ale ani v jejich případě jsme nepotvrdili její rostoucí trend. Lze však očekávat, že s postupující konvergencí ekonomik nových členských států a přijetím jednotné měny se korelace postupně zvýší. Na druhou stranu současná nízká korelace výnosu indexů poskytuje zajímavé možnosti evropským investorům pro diverzifikaci portfolia, a může tak generovat zájem investorů o tyto akciové trhy.

### 6.3. Aplikace kvantitativních ukazatelů

V této části budeme opět ověřovat základní hypotézu, že evropské akciové trhy směřují k jednotnému akciovému trhu, ale zároveň se pokusíme otestovat hypotézu 3, že odlišné měny v Evropské unii představují bariéru integrace akciového trhu celé Evropské unie. K tomuto účelu se pokusíme analyzovat tzv. domácí vychýlení evropských investorů, tedy podíl domácích akcií v portfoliu evropských investičních fondů. Domácnosti i ostatní institucionální investory jako pojišťovny a penzijní fondy jsme museli z výzkumu vyloučit, neboť nemáme k dispozici potřebná data. Studie Oehlera (2005) ukazuje, že investiční fondy jsou nejvýznamnějším investorem do zahraničních akcií, jejich akciové portfolio je nejlépe geograficky diverzifikováno,<sup>169</sup> a proto budou výsledky našeho měření lehce nadhodnoceny oproti výsledkům diverzifikace všech investorů.

#### 6.3.1. Dosavadní výzkum

Řada studií zabývajících se měřením evropské integrace akciového trhu zkoumá různé ukazatele tzv. domácího vychýlení. Studie vycházejí z úvahy, že při diverzifikaci portfolia na integrovaném trhu by měla převládat diverzifikace napříč jednotlivými sektory ekonomiky

---

<sup>169</sup> Studie Oehlera (2005) se zaměřuje na podíl zahraničních akcií a dluhopisů v portfoliích německých investorů. Poukazuje na významný rozdíl v geografické diverzifikaci mezi jednotlivými skupinami investorů. Největší podíl zahraničních aktiv v portfoliu mají investiční fondy (66%), nižší je u penzijních fondů a pojišťoven a zdaleka nejnižší (19%) je u domácností.

(sektorová) před diverzifikací napříč jednotlivými národními trhy (geografická). Studie v této oblasti zkoumají relativní význam národních efektů a sektorových efektů pro vysvětlení akciových výnosů, obvykle se však s ohledem na nedostatek údajů o nových členských státech zaměřují pouze na země EU15. Všeobecně potvrzují trend poklesu domácího vychýlení portfolií evropských investorů:

Amadi (2005) dochází k závěru, že v posledních letech se snižuje domácí vychýlení. Jako hlavní důvody pro změnu v diverzifikaci portfolií uvádí zavedení internetu a růst investičních fondů.

K podobných závěrům dospěl i Baele, Horst, Pingulescu, (2006), kteří potvrdili rostoucí podíl zahraničních akcií v portfoliích investorů. Za hlavní důvody považují lepší informovanost investorů o možnostech investování na zahraničních trzích, pokrok v informačních technologiích a rostoucí konkurenci mezi akciovými trhy, která pomáhá snižovat transakční náklady.

Přesto však nelze považovat domácí vychýlení za odstraněné. Skupina Deutsche Börse uvádí, že aktuálně je 60 % z prováděných transakcí domácích a pouze 40 % přeshraničních.<sup>170</sup>

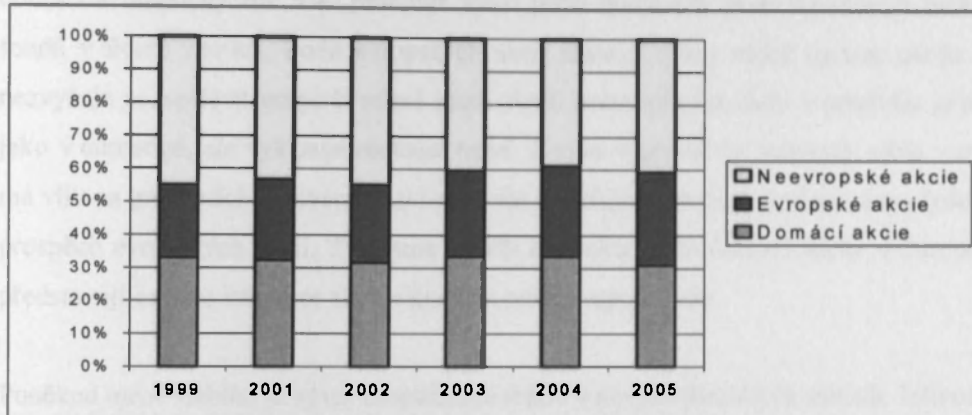
### 6.3.2. Analýza domácího vychýlení v Evropské unii

Na rozdíl od řady výše zmíněných studií nebudeme porovnávat přínosy ze sektorové a geografické diverzifikace, neboť nemáme k dispozici sektorové indexy. Pro analýzu domácího vychýlení v Evropské unii použijeme porovnání podílů domácích, evropských zahraničních a neevropských zahraničních akcií v portfoliu investičních fondů.<sup>171</sup> Nejprve se zaměříme na vývoj hodnot pro eurozónu, a poté na 3 zbývající státy EU15 (Dánsko, Švédsko a Velkou Británii). Díky porovnání vývoje geografické struktury portfolií v těchto oblastech můžeme zhodnotit, do jaké míry ovlivňuje jednotná měna podíl evropských zahraničních akcií v portfoliích investičních fondů.

<sup>170</sup> Yusov (2004).

<sup>171</sup> K analýze domácího vychýlení v Evropské unii použijeme data FEFSI (Federation europeenne des fonds et societes d'investissement), která poskytla Asociace fondů a asset managementu České republiky.

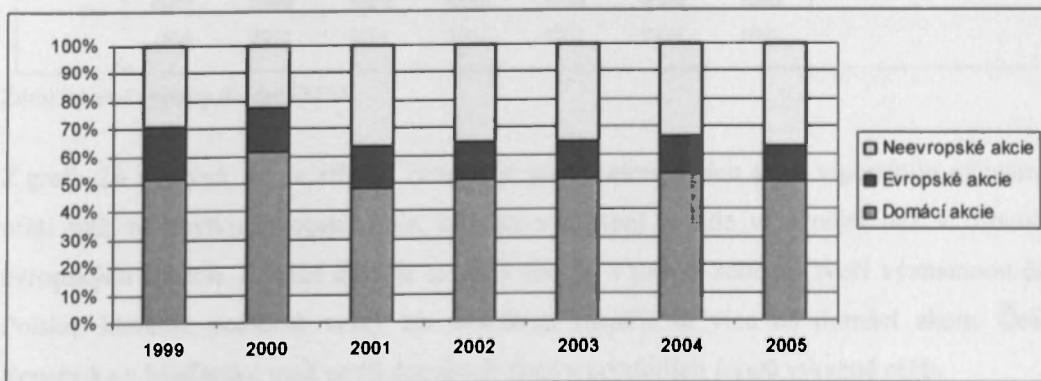
**Graf 26: Srovnání podílu domácích, evropských a neevropských akcií v portfoliu investičních fondů z eurozóny**



Poznámka: data za rok 2000 nejsou k dispozici v kompletní podobě, proto nejsou do grafu zahrnuta  
Zdroj: vlastní výpočty dle dat FEFSI

Z grafu 26 vidíme, že podíl evropských akcií v portfoliích investorů od zavedení jednotné měny vzrůstá, i když jen velmi pomalu. Zároveň mírně klesá podíl zahraničních akcií v portfoliích investorů a význam domácích akciových trhů stagnuje. V příloze 11 je uveden související graf hodnotící vývoj celkového objemu čistých aktiv investičních fondů eurozóny, který ukazuje významný nárůst investičních fondů. Pokud spojíme informace o vývoji geografické struktury portfolia a objemu čistých aktiv investičních fondů, docházíme k závěru, že v eurozóně roste zájem o přeshraniční akciové obchody v Evropě, a tak narůstá objem přeshraničních obchodů, především na úkor neevropských akcií.

**Graf 27: Srovnání podílu domácích, evropských a neevropských akcií v portfoliu investičních fondů z Velké Británie, Dánska a Švédska**



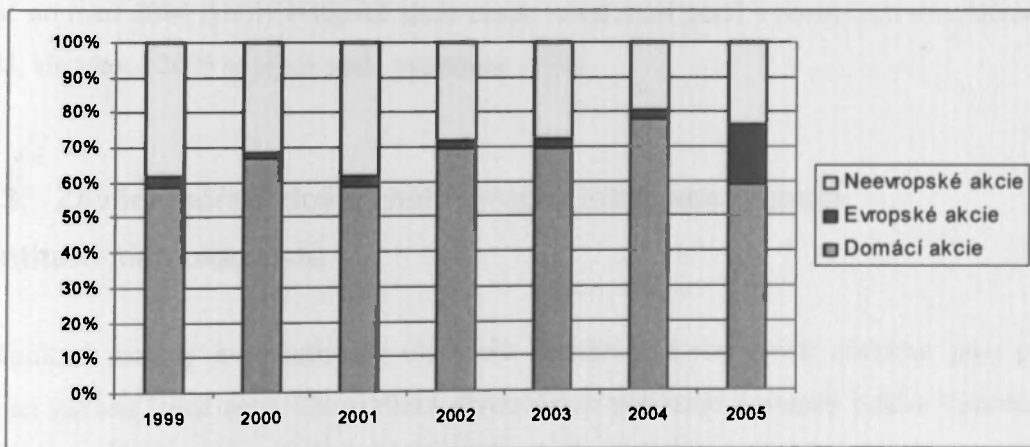
Zdroj: vlastní výpočty dle dat FEFSI

Na základě grafu 27 můžeme zhodnotit domácí vychýlení investičních fondů ve Velké Británii, Dánsku a Švédsku. Na rozdíl od eurozóny jsou zde zastoupeny ještě další tři země,

z nichž především ve Velké Británii jsou investiční fondy vysoce rozvinuté, ale zaměřené na domácí a americký trh. To způsobuje vyšší podíl domácích akcií v portfoliu investičních fondů v těchto zemích. Podíl evropských akcií zůstává velmi nízký (pouze okolo 10%) a nezvyšuje se, spíše stagnuje či mírně klesá. Podíl neevropských akcií v portfoliu je podobný jako v eurozóně, ale vykazuje rostoucí trend. Z toho vyplývá, že jednotná měna v eurozóně má vliv na geografickou diverzifikaci portfolia a snižuje domácí vychýlení, a to především ve prospěch evropských akcií. Tím jsme ověřili hypotézu 3, že odlišné měny v Evropské unii představují bariéru integrace akciového trhu celé Evropské unie.

Poněkud méně stabilní je vývoj investičních fondů v nových členských státech. Jelikož FEFSI publikuje pouze data o středoevropských zemích (České republice, Polsku a Maďarsku), zaměříme se nyní pouze na tyto nové členské státy.

**Graf 28: Srovnání podílu domácích, evropských a neevropských akcií v portfoliu investičních fondů z České republiky, Maďarska a Polska**



Zdroj: vlastní výpočty dle dat FEFSI

Z grafu 28 vyplývá, že ve střední Evropě je podíl zahraničních akcií v portfoliu významně nižší než ve zbytku Evropské unie, domácí vychýlení je zde výraznější než v ostatních evropských státech. Z velké části je to dáno tím, že v našem souboru tvoří významnou část Polsko, kterému poměrně velký trh umožňuje zaměřit se více na domácí akcie. Česká republika a Maďarsko mají podíl domácích akcií v portfoliích fondů výrazně nižší.

Je zajímavé, že po dlouhou dobu nehrály evropské akcie v portfoliích fondů významnější roli. Situace se skokově mění v roce 2005, kdy dochází k významnému posílení podílu evropských



akcií v portfoliu investičních fondů. Zároveň v roce 2005 téměř dvojnásobně narostl objem aktiv fondů (viz. graf v příloze 11), což může být příznak postupující konvergence méně rozvinutých finančních systémů střední Evropy k úrovni Evropské unie.

Z analýzy struktury portfolií investičních fondů v Evropě vyplynulo, že v eurozóně došlo v posledních letech k výraznému oslabení domácího vychýlení ve prospěch evropských akcií, což svědčí o rostoucím přeshraničním obchodě s akciemi v Evropské unii. Investiční fondy ze zemí EU15, které nepřijaly jednotnou měnu, však mají dosud vyšší podíl domácích akcií v portfoliu, přičemž podíl neevropských akcií v portfoliu je velmi podobný jako v eurozóně. Důvodem je výrazné zastoupení rozvinutých britských investičních fondů ve zkoumaném souboru, neboť tyto fondy se zaměřují především na domácí a americký trh.

Domácí vychýlení je dosud velmi výrazné v nových členských státech, zejména v Polsku, které má velký domácí trh. Zajímavý je však vývoj struktury portfolií v posledním roce, neboť do roku 2004 tvořily evropské akcie pouze velmi malý podíl v portfoliích investičních fondů, ale v roce 2005 se jejich podíl významně zvýšil.

### **6.3.3. Závěry měření dosaženého stupně integrace pomocí kvantitativních ukazatelů**

Při aplikaci metody kvantitativních ukazatelů docházíme k podobným závěrům jako při aplikaci zákona jedné ceny. Geografická diverzifikace potvrzuje postupný pokles významu domácího vychýlení ve prospěch evropských akcií, proto jsme i touto metodou ověřili platnost základní hypotézy, že evropské akciové trhy směřují k jednotnému akciovému trhu. Opět se nám projevuje odlišné tempo integrace v různých částech Unie. Země eurozóny dosahují vyšší diverzifikace portfolia ve prospěch evropských akcií, než ostatní členské státy původní EU15 (Dánsko, Švédsko a Velká Británie), které nepřijaly jednotnou měnu. Tím jsme potvrdili hypotézu 3, že odlišné měny jsou překážkou evropské integrace akciového trhu. Nové členské státy dosahují nejnižší diverzifikace portfolia, proto podobně jako při aplikaci zákona jedné ceny docházíme k závěru, že jsou nejméně integrovanou částí eurozóny, přestože rok 2005 přinesl nebývalé rozšíření evropských akcií v portfoliích investičních fondů, což může být předzvěstí posilující integrace nových členských států se zbytkem Evropské unie.

## 7. Závěr

---

V první části naší práce byl objasněn význam akciového trhu a jeho integrace pro evropskou ekonomiku.

Kapitola 2 reagovala na rostoucí význam kapitálových trhů v Evropě a mapovala změny ve finanční struktuře evropských států v posledních letech. Vyplyvá z ní, že ani vysoký růst trhu akcií nedokázal zpochybnit převahu bankovních úvěrů ve finanční struktuře členských států EU, a akciové trhy proto nemají v ekonomikách členských států zdaleka takový význam jako v USA. Nadějí pro evropský akciový trh je rostoucí význam institucionálních investorů, kteří mohou potencionálně ovlivnit finanční strukturu v Evropě ve prospěch akciových trhů. V případě nových členských států je situace poněkud složitější, neboť tyto země mají všeobecně méně rozvinutý finanční systém. Zatímco jejich bankovní sektor zaznamenal díky vstupu zahraničních investorů zpřísnění rozpočtového omezení a zlepšení kapitálové přiměřenosti, kapitálovým trhům podobný impuls chyběl. Nekvalitní institucionální rámec vytvářený narychlo v tranzitivních ekonomikách nedokázal vybudovat dostatečnou důvěru investorů, akciový trh proto dnes představuje jen velmi malý podíl v jejich finanční struktuře. Ovšem se vstupem do Evropské unie by se měla postupně zvyšovat důvěra jak domácích, tak i zahraničních investorů v tyto trhy, z toho důvodu lze očekávat postupné posílení významu kapitálových trhů ve střední Evropě směrem k evropské úrovni. Nástup tohoto trendu potvrzuje i výrazný nárůst investičních fondů v posledních letech.

V kapitole 3 jsme se zaměřili na význam akciového trhu pro ekonomický růst. Přestože někteří autoři jako například Filer, Hanousek, Campos (2000) usuzují, že podíl akciového financování nemá vliv na růst ekonomiky, my jsme v souladu se studii Levin, Zervos (1998) či Rajan, Zingales (2001) došli k závěru, že podíl kapitálového trhu v ekonomice s růstem ekonomiky koreluje. Z toho důvodu lze posílení významu akciových trhů považovat za přetrvávající výzvu pro evropské ekonomiky. Pro řadu menších ekonomik představuje však vytvoření rozvinutého a dostatečně likvidního trhu problém, neboť v ekonomice není dostatek akcií ani investorů. Východisko by mohlo být využití zahraničních akciových trhů, vysoké náklady spojené s obchodováním i cross-listingem na zahraničním trhu ale řadu investorů

odradí. Řešení může přinést integrace akciových trhů, která pomáhá odstranit bariéry spojené s přeshraničním obchodováním.

Druhá část práce byla věnována analýze integrace akciových trhů v Evropě. Ověřovali jsme základní hypotézu, že evropské akciové trhy směřují k jednotnému integrovanému akciovému trhu, který zajišťuje investorům a firmám volný přístup k veškerým produktům akciových trhů bez ohledu na geografickou lokaci. Jelikož jsme si vědomi řady bariér, které integraci brání, pokusili jsme se pro ověření základní hypotézy analyzovat jejich význam. K tomuto účelu jsme se definovali tři podpůrné hypotézy testující existenci a význam bariér jednotného akciového trhu.

Jako první potenciální bariéru integrace jsme identifikovali odlišnost národních právních rámců. Kapitola 4 tedy ověřovala hypotézu 1, že současný legislativní proces Evropské unie není schopen vytvořit vhodný právní rámec zajišťující integrovaný akciový trh. Tuto hypotézu jsme nepotvrdili, neboť nový Lamfalussyho legislativní systém výrazně zjednodušil a urychlil proces schvalování evropské legislativy a umožnil tak přijetí řady směrnic z FSAP (1999-2005). Dosažený pokrok v harmonizaci národních právních rámců dokládá i vlna fúzí evropských organizátorů trhu (burz, clearingových center a centrálních deponitářů), která zasáhla Evropskou unii na počátku nového tisíciletí. Problematické však nadále zůstávají následné etapy legislativního procesu: vynucování jednotné legislativy na členských státech a dostatečná koordinace dohledu nad evropským trhem. Plně se lze ztotožnit s prohlášením komisaře pro vnitřní trh, který současnou implementaci evropských směrnic do národního práva členských států označil za „velké zklamání“.<sup>172</sup>

Za další bariéru integrace evropských akciových trhů jsme označili vysoké náklady na přeshraniční obchody, které nadále zůstávají desetkrát vyšší než náklady na obchody domácí. Příčiny vysokých nákladů na přeshraniční obchody jsme analyzovali v kapitole 5.1. V kapitole 5 jsme se dále zabývali přístupem Giovanniniho zpráv k odstranění překážek přeshraničních obchodů. Zprávy vyzdvihují spolupráci vládního se soukromým sektorem při odstraňování nákladů, která však může být velmi problematická, neboť se projevuje nechuť organizátorů trhu - burz a dalších subjektů - vystavit se mezinárodní konkurenci. Dalším problémem jsou vysoké fixní náklady spojené s většinou zamýšlených reforem. Zejména v případě menších trhů se dosažení kompatibilního obchodního systému jeví jako příliš

---

<sup>172</sup> Euractiv, (6. 7. 2005).

nákladné - na plnou spolupráci se soukromým sektorem se tedy nelze spoléhat. V kapitole 5.4. jsme se zaměřili na analýzu probíhajících evropských fúzí a testovali jsme hypotézu 2. že vlna fúzí na evropských akciových trzích vede ke snížení nákladů na přeshraniční obchody, a tedy k odstranění části bariér bránících integraci akciových trhů. Na základě analýzy horizontální a vertikální integrace probíhající na evropských akciových trzích jsme v souladu se studií Tapking, Yang (2004) došli k závěru, že nejpřínosnější formou propojení obchodních systémů je horizontální integrace centrálních depozitářů, neboť vypořádání obchodů s akciemi v centrálním depozitáři je přirozeně monopolním odvětvím. Podobně přínosná však může být dle naší analýzy i horizontální integrace clearingových center, zejména center založených na systému centrální protistrany, která jsou také přirozeným monopolem. Současná evropská spolupráce centrálních depozitářů ovšem vychází spíše z vertikální integrace centrálních depozitářů s mezinárodními centrálními depozitáři, při které navíc nedochází k plné kompatibilitě IT systémů; příkladem může být integrace mezinárodního depozitáře Euroclearu s centrálními depozitáři v řadě zemí západní Evropy. Horizontální integrace na evropských trzích tedy téměř vždy probíhá současně s vertikální integrací.

V případě vertikální integrace jsme podobně jako Rochet (2005) došli k závěru, že přínosy z konkurence národních subjektů pravděpodobně převyšují přínosy z úspory nákladů v důsledku vertikální integrace, neboť při vertikální integraci dochází k integraci monopolního odvětví (centrálního depozitáře) s navazujícími službami v oblasti vypořádání obchodů, které běžně čelí konkurenci. Podobně jako v dalších odvětvích, kde se monopol setkává s konkurenčním odvětvím (například energetice či telekomunikacích), je z hlediska efektivity optimální oddělit konkurenční odvětví od monopolní části. Za největší potenciální hrozbu pro zajištění kompatibility evropských obchodních systémů, a tedy pro snížení nákladů na přeshraniční obchody lze považovat vertikální integraci burzy a příslušného centrálního depozitáře, ke které došlo například na Deutsche Börse či na Italské burze. Tímto způsobem burzy na národním trhu dosahují monopolního postavení a jsou tak chráněny před potencionální konkurencí. Neefektivitu vertikální integrace potvrzují i Tapking, Yang (2004) či Koepl, Monnet (2004). Vzhledem k uvedeným skutečnostem jsme hypotézu 2, že vytváření nových celků přispívá ke snižování nákladů na přeshraniční obchody, zamítli. V případě, že se podaří dosáhnout dostatečné kompatibility IT systému v rámci jednotlivých integrovaných celků a že se bude dále zvyšovat význam přeshraničních obchodů, můžeme v budoucnu očekávat postupné snižování nákladů. Bylo by jistě velmi přínosné podpořit tato tvrzení i zhodnocením vývoje nákladů jednotlivých evropských burz na přeshraniční obchody v čase, údaje o nákladech jsme ale bohužel neměli k dispozici.

Třetí bariérou, jejíž existenci jsme ověřovali, byla odlišná měna. V kapitole 6 jsme ověřovali hypotézu 3, že odlišné měny v Evropské unii brání integraci akciového trhu. Abychom hypotézu otestovali, zkoumali jsme podíl domácích, evropských a neevropských akcií v portfoliu investičních fondů eurozóny a zbytku Evropské unie. Z hodnot pro roky 1999 - 2000 jsme došli k závěru, že v eurozóně je podíl evropských akcií v portfoliích investičních fondů výrazně vyšší než v ostatních státech Evropské unie. Tím jsme ověřili hypotézu 3, že odlišné měny v Evropské unii brání integraci akciového trhu.

Většina kapitoly 6 byla zaměřena na testování základní hypotézy této práce, že akciové trhy členských států Evropské unie směřují k jednotnému akciovému trhu. Abychom tuto hypotézu ověřili, použili jsme dvě metody měření integrace akciových trhů: aplikaci zákona jedné ceny a metodu kvantitativních ukazatelů. Vyšli jsme ze zákona jedné ceny a dosažený stupeň integrace jsme poté měřili pomocí porovnání korelace výnosů akciových indexů. Bohužel se nám nepodařilo získat data pro jednotlivé země eurozóny; v našem souboru proto eurozónu reprezentoval pouze jednotný index. Pro ostatní členské státy Evropské unie jsme měli k dispozici denní data od začátku roku 2000. Závěry našeho měření ukazují, že výnosy akciových indexů Dánska, Švédska a Velké Británie silně korelují s výnosy indexu eurozóny. Nové členské státy však v korelaci výnosů národních akciových indexů s indexem eurozóny zaostávají. Také vzájemná korelace výnosů akciových indexů nových členských států je velmi nízká. Výjimkou jsou pouze státy střední Evropy (Česká republika, Maďarsko a Polsko), které vykazují poněkud vyšší hodnoty korelace, ale ani v jejich případě jsme nepotvrdili její rostoucí trend po vstupu do EU. Interpretace korelace výnosů akciových indexů je však složitá, neboť s rostoucí korelací výnosů národních indexů se snižuje přínos z geografické diverzifikace pro investory, a tedy jejich motivace k přeshraničnímu obchodování s evropskými akciemi. S ohledem na tento problém jsme ve druhé části kapitoly 6 použili metodu kvantitativních ukazatelů, konkrétně porovnání geografické diverzifikace portfolií investičních fondů. Geografická diverzifikace portfolia investičních fondů potvrzuje postupný pokles domácího vychýlení portfolií ve prospěch evropských akcií. Nové členské státy vykazují i při použití této metody nejnižší úroveň dosažené integrace v rámci Evropské unie. Na základě výsledků obou metod měření integrace akciových trhů jsme potvrdili základní hypotézu této práce, že evropské akciové trhy směřují k jednotnému trhu akcií, ovšem s výhradou, že evropská integrace akciových trhů neprobíhá zdaleka jednotně. Zatímco v EU15 došlo již k významnému postupu integrace akciových trhů, nové členské státy výrazně zaostávají. Lze však očekávat, že s postupující konvergencí ekonomik nových

členských států a s přijetím jednotné měny integrace jejich akciových trhů se zbytkem Evropské unie zesílí. Další postup evropské integrace akciových trhů bude záviset především na vývoji legislativního rámce, který by vzhledem k povaze odvětví obchodu s akciemi měl pomoci zajistit efektivní konkurenci organizátorů trhu – burz, clearingových center a deponitářů; záviset bude rovněž na poptávce po prohloubení akciového trhu v Evropě.

- Adair, K., a kol. (2002): *Analysis, Design, and Implementation of European Union Stock Trading Mechanisms to Maximize the Efficiency of Capital Market Integration in the European Union*, Centre for Studies in Economics and Finance (CSFE) – Department of Economics and Statistics, University of Guelph, 272 dostupné na [www.usask.ca](http://www.usask.ca)
- Adair, K., Daulton, J. P. (2003): *European Financial Integration and Capital Markets: A Theory-Based Discussion*, FAME (International Centre for Financial Asset Management and Engineering) Research Paper 03-04, 2003
- Aggarwal, R., Lacey, D., Muckley, C. (2001): *Dimensions of Equity Market Integration in Europe: Evidence of Changes with Events and over Time*, dostupné na SSRN
- Allen, F., Gale, D. (2001): *Comparing financial systems*, The MIT Press, London, ISBN 4-262-01177-8
- Amadi, A. A. (2005): *Security Rights Dilemma: A Disappearing Phenomenon?*, IFCM, Ich Market Paper
- Baile, J. (2005): *Portfolio Spillover Effects in European Equity Markets*, Arbeitspapiere center Tilburg University 0114, ISSN 0924-7815
- Baile, J., Ferruchio, A. a kol. (2004): *Measuring Financial Integration in the Euro Area*, ECB Occasional Paper Series 6, IV 2004 ISSN 1725-6538 dostupné na [www.ecb.int](http://www.ecb.int)
- Baile, J., Hayes, J., Pagdonis, C. (2006): *Home Bias in a Changing Europe: Has Time Broke the Paradox?*, European Network for Training in Economic Research, konference 20.-21. leden 2006, dostupné na [www.stocholm.se](http://www.stocholm.se) university
- Bereš, J. (2004): *Typologická oběť a -vinní poročky v EU*, Európska, 2004
- Chordia, T., Shrivastava, L., Subrahmanyam, A. (2003): *Orderly Dynamics versus Small and Large Firms*, Anderson Graduate School of Management UCLA Paper, 4, 2003, dostupné na [www.ideasrepec.org](http://www.ideasrepec.org)
- Clearstream, (2002): *Cross-border Equity Trading: Clearing and Settlement in Europe*, White paper, dostupné na [Deutsche BPW](http://www.deutsche-bp.com)
- CPSS – IOSCO, (2001): *Recommendations for Securities Settlement Systems*, CPSS Publications 0-40

## 8. Literatura

---

- Abdallah, W., Goergen, M. (2005): „*Does Corporate Governance Determine the Cross-listing Location?*“, Working paper ECGI 98/2005, Listopad 2005 dostupné na SSRN
- Adam, K., a kol., (2002): „*Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union*“, Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF) - Department of Economics and Statistics, University of Salerno, 2002 dostupné na stránkách EU
- Adjaouté, K., Danthine, J., P., (2003): „*European Financial Integration and Equity Returns: A Theory-Based Assessment*“, FAME (International Center for Financial Asset Management and Engineering) Research Paper č. 84, 2003
- Aggarwal, R., Lucey, B., M., Muckley, C.(2003): „*Dynamics of Equity Market Integration in Europe: Evidence of Changes with Events and over Time*“, dostupné na SSRN
- Allen, F., Gale, D., (2001): „*Comparing financial systems*“, The MIT Press, 1.vydání, IBSN 0-262-01177-8
- Amadi, A., A., (2005): „*Equity Home Bias: A Disappearing Phenomenon?*“, CFR Job Market Paper
- Baele, L., (2003): „*Volatility Spillover Effects in European Equity Markets*“, Discussion paper center Tilburg University č.114, SSN 0924-7815,
- Baele, L., Ferrando, A., a kol.(2004): „*Measuring Financial Integration in the Euro Area*“, ECB Occasional Paper Series, č.14/ 2004 ISSN 1725-6534 (online) dostupné na stránkách ECB
- Baele, L, Horst, J., Pingulescu, C.(2006): „*Home Bias in a Changing Europe: Has Time Eroded the Puzzle?*“, European Network for Training in Economic Research seminář 20.-21.leden 2006, dostupné na stránce Stockholmské univerzity
- Bureš, J.(2004): „*Vypořádání obchodů s cennými papíry v EU*“, Europeum, 2004
- Chordia, T., Shivakumar, L., Subrahmanyam, A.(2003): „*Liquidity Dynamics across Small and Large Firms*“, Anderson Graduate School of Management UCLA Paper, č. 1068, dostupné na stránkách IDEAS/REPEC
- Clearstream, (2002): „*Cross-border Equity Trading, Clearing and Settlement in Europe*“, White paper , dostupné na Deutsche Borse
- CPSS – IOSCO, (2001): „*Recommendations for Securities Settlement System*“, CPSS Publication č.46

Crama, Y.a kol., (1999): "*Corporate Governance Structures, Control and Performace in European Markets: A Tale of Two Systems*", Tilburg university NL, Center for economic research

De Carvalho, C., H., (2004): „*Cross-Border Securities Clearing and Settlement Infrastructure in the European Union as a Prerequisite to Financial Markets Integration: Challenges and Perspectives*“, Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA) discussion paper, č.287 2004, ISSN 1616-4814

Doidge, C., (2004): "*U.S. Cross-Listings and the Private Benefits of Control: Evidence from Dual-Class Firms.*" Journal of Financial Economics, č. 72, str. 519-553

Dvořák, T., Podpiera, R. (2005): „*European Union Enlargement and Equity Markets in Accession Countries*“, Working paper IMFvWP/05/82

ECB, (2004): „*Report on EU Banking Structures*“, Frankfurt, ISSN 1830-1878

EPP – ED Group, (2003): „*Směrnice společenství o nabídkách převzetí společnosti*“, dostupné na stránkách EPP-ED

European Commission, (1985): „*Completing the Intenal Market*“, White Paper from the Commission to the European Council, COM 85

European Commission, (2002): „*Clearing and Settlement in the European Union – The way forward*“, Communication from the Commisison to the Council and to the European Parliament

European Comission, (2003): „*Tracking EU Financial Integration*“, Comission Staff Working Paper SEC(2003) 628

European Commission, (2004): „*Clearing and Settlement in the European Union – The way forward*“, Communication from the Commisison to the Council and to the European Parliament,

European Commission, (2004): „*Financial Integration Monitor (FIM) Background Dokument*“, Working Document of DG Internal market EU

European Commission, (2005): „*Financial Integration Monitor (FIM) Background Dokument*“, Working Document of DG Internal market EU

European Commission, (2005): „*White paper - Financial service policy 2005-2010*“

European Commission, (1999): „*Financial Services: Impementing the framework for financial markets: Action Plan*“, Communication of the Commission, COM(1999)232, 11.05.99

IBRD/WB, (2000): „*European Union Accession: Opportunities and Risks in Central European Finances*“, Washington 2002 IBSN O-8213-4712-8

- Walter, N.: „*Framework for Financial Sector Development in the Czech Republic*“



- Racocha, P.: „The Czech Banking sector – The Role of Prudential Regulation“
- Szalkai, I.: „Integrated Supervision in Hungary“
- Kozłowski, J., H.: „Supervision over Financial Markets in Poland – The Experience of the Securities and Exchange Commission“

Faruqee, H., Shujing, L., Yan, I., K. (2004): „*The Determinants of International Portfolio Holdings and Home Bias*“, IMF Working Paper WP/04/3, 2004

Filer, R., K., Hanousek, J., Campos, N., F. (2000): „*Do Stock Markets Promote Economic Growth?*“ dostupné v IDEAS, REPEC

Fratzcher, M., (2001): „*Financial Market Integration in Europe: On the Effects of EMU on Stock Markets*“, ECB Working Paper, č. 48/2001, ISSN 1561-0810, dostupné na stránkách ECB

Fratzcher, M., Bussiere, M. (2004): „*Financial Openness and Growth: short-run gain, long-run pain?*“, Working paper series 384/Duben 2004, dostupné na stránkách ECB

Freixas, X., Hartmann, P., Mayer, C., (2004): „*The Assessment: European Financial Integration*“, Oxford Review of Economic Policy, Svazek 20, č.4, str.475-489

G-30, (2003): „*Global Clearing and Settlement: A Plan of Action*“, dostupné na stránkách G-30

Gilmore, C., G., Lucey, B., M., McManus, G., M (2005): „*The Dynamics of Central European Equity Market Integration*“, The University of Dublin, Institute for International Integration Studies Discussion Paper č.69, březen 2005

Giovannini Group, (2001): „*Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*“, Brusel, Duben 2001, dostupné na stránkách EU

Giovannini Group, (2003): „*Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*“, Brusel, Duben 2003, dostupné na stránkách EU

Halling, M., Pagano, M., Randl, O., and Zechner, J., (2006): „*Where is the market? Evidence from cross-listings*“, Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF), Working paper č.129, převzato z RePec

Hanson, J., A., Honohan, P., Majnoni, G., (2003): „*Globalisation and National Financial Systems*“, studie IBRD a WB, Washington, IBSN 0-8213-5208-3

Hardouvelis, G., Malliaropoulos, D. a Priestley, R. (2000): „*EMU and European Stock Market Integration*“, CEPR Discussion Paper č.2124

Hartmann, P., Maddaloni, A., Manganelli, S., (2003): „*The Euro Area Financial Systems: Structure, Integration and Policy Initiatives*“, European Central Bank Working Paper, č. 230, dostupné na stránkách ECB

Holická, K., (2004): „*International Financing-Focused on GDR a ADR*“, Diplomová práce FSV IES UK

- Holthausen, C. a Tapking, J., (2004): „Raising Rival's Costs in the Securities Settlement Industry“, ECB Working Paper č. 376/2004 , ISSN 1725-2806, dostupné na stránkách ECB
- Horská, H., (2004): „*Integrace akciových trhů rozšířené Evropy*“, Institut pro ekonomickou a ekologickou politiku, č.05/04
- Hrovatin, S., (2005): „Cost of Execution of Retail Equity Trades in Europe“, záznam z CESAME schůzky, 24.října 2005 , dostupné na stránkách Evropské Komise
- Karolyi, G., A., (2006): „*The World of Cross-Listings and Cross-Listings of the World: Challenging Conventional Wisdom*“, Fisher College of Business. The Ohio State University, dostupné na stránkách Vídeňské univerzity
- Kauko, K., (2005): „*Interlinking Securities Settlement Systems a Strategic Commitment?*“, Working Paper ECB č. 427 / 2005, ISSN 1725-2806, dostupné na stránkách ECB
- King, R., Levine.R., (1993): „*Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right*“, Quarterly Journal of Economics 108 s.717-737, srpen 1993, dostupné na J-Stor
- Koepl, T., V., Monnet, C., (2004): „Guess what it's the settlements!“, Working Paper ECB č. 375 / 2004 ISSN 1725-2806 (online), dostupné na stránkách ECB
- Lamfalussy a kol., (2001): „*Final report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*“, Brusel, dostupné na stránkách EU
- Levin, R., Zervos, S., (1998): „*Stock markets, banks and economic growth*“. American Economic Review“, č.88 str. 537-558
- Levine, R., (2002): „*Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?*“, William Davidson Working Paper , č.442, dostupné na IDEAS/REPEC
- London Economics, (2004): „*Overview of EU25 securities trading, clearing, central counterparties, and securities settlement - an overview of current arrangements*“, European Commission Competition DG Final Report , dostupné na stránkách Evropské komise
- McKinsey&Company, (2002): „*Global Investor Opinion Survey – Key Findings*“, červenec 2002
- Mejstřík, K., (2005): „*Corporate Governance and Ownership Concentration in the Czech Republic*“, Rigorózní práce FSV IES UK
- Milne, A., (2002): „*Competition and the Rationalisation of European Securities Clearing and Settlement*“, City University London
- Mlčoch, L., (1996): „*Institucionální ekonomie*“, Univerzita Karlova, nakladatelství Karolinum IBSN: 80-7184-270-2 Praha

Murray, A., (2001): „*The Future of European stock market*“, C1R London, 2001, dostupné na stránkách ČNB

OECD, (1998): „*Capital Market Development in Transition Economies, Country Experiences and Policies for the Future*“

OECD, (2005a): „*International Comparison of labour productivity levels – estimates for 2004*“

OECD (2005b): „*Financial Market Trends*“, No. 88, březen 2005

Oehlerer, A. a kol., (2005): „*Are Investors Home Biased? – Evidence from Germany*“, Financial Management Association International Paper

Rajan, R., G., Zingales, L., (2001): „*Financial Systems, Industrial Structure and Growth*“, Oxford Review of Economic Policy, 17/4, str. 467-482

Rochet, J., CH., (2005): „*The Welfare Effects of Vertical Integration in the Securities Clearing and Settlement Industry*“, IDEI, Toulouse University

Santos, J., A., Tsatsaronis, K., (2002): „*The Costs of Barriers to Entry: Evidence from the Market for Corporate Euro Bond Underwriting*“, SSRN Working Paper, 2002

Saudagaran, S. M. and G. C. Bidle, (1995): „*Foreign Listing Location: A Study of MNCs and Stock Exchanges in Eight Countries*,“ Journal of International Business Studies, svazek 26, str. 319-341.

Schröder, M., (2002): „*A Note on Benefits of Diversification and Integration for International Equity and Bond Portfolio*“, Centre for European Economic Research (ZEW) dostupné Institut fuer Europäische Politik

Seifert, W., G., a kol., (2000): „*European Capital Markets*“, Basingstoke: Macmillan, IBSN 0333924363

Shah, A., Thomas, S., (2003): „*Securities Market Efficiency*“, vydáno ve sborníku Hanson, J., A., Honohan, P., Majnoni, G.: Globalisation and National Financial Systems, studie IBRD a WB, Washington 2003 IBSN 0-8213-5208-3 str.145-173

Shy, O. and Tarkka, J., (2001): „*Stock Exchange Alliances, Access Fees and Competition*“, Bank of Finland Discussion Paper, 22/2001

Stulz, R., (1999): „*Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital*“, Dice Center Working Paper, č. 99-1, (únor 1999), dostupné na SSRN

Tapking, J, Yang, J., (2004): „*Horizontal and Vertical Integration in Securities Trading and Settlement*“, Working Paper ECB č. 387 / 2004, ISSN 1725-2806 (online), dostupné na stránkách ECB

„*The Developing Capital Markets of Central and Eastern Europe: Prospects for Stock Exchange Reforms and Harmonisation*“, záznam z mezinárodní konference, 2000, dostupné na stránkách IES, FSV, UK

Tolmunen, P., Torstila, S., (2005): „*Cross-Listings and M&A Activity: Transatlantic Evidence*“ . Financial Management, svazek 34, č. 1, dostupné na SSRN

Trichet, J., C., (2006a): „*Projev na WHU Otto Beisheim School of Management*“, 13. 1.2006, převzato ze stránek ECB

Trichet, J., C., (2006b): „*The Process of European Financial Integration*“, Speech Cass Business School, London, (2006) převzato ze stránek ECB

Yusov, T., N., (2004): „*The Impact of Euro on Financial Markets in the European Union*“, Brandeis Graduate Journal, Svazek 2

Vajsejtl, J., (2004): „*Teoretická a empirická analýza IPO*“, Diplomová práce, Univerzita Karlova, Fakulta sociálních věd, Institut ekonomických studií

Violi, R., (1999): „*Tax systems, Financial Integration and Efficiency of European Capital Markets*“, Quaderni di Ricerche č.58, dostupné 15.4.2006 na: [www.entelugieinaudi.it/pdf/Pubblicazioni/Quaderni/Q\\_58.pdf](http://www.entelugieinaudi.it/pdf/Pubblicazioni/Quaderni/Q_58.pdf)

Van den Berghe, L., (2002): „*Corporate Governance in a Globalising World: Convergence or Divergence? : a European perspective*“, Kluwer Academic Publisher, Boston MA. IBSN 0306475383

## Internetové zdroje

„*International Investment Fraud*“, převzato dne 15.4.2006 z [http://www.cyberdriveillinois.com/departments/securities/investor\\_education\\_services/investor\\_alert/nvstal10.html](http://www.cyberdriveillinois.com/departments/securities/investor_education_services/investor_alert/nvstal10.html)

The Economist, (1.11.2001): „*European Stock Exchanges*“, převzato z <http://www.economist.com/research/backgrounders/displaybackgrounder.cfm?bg=844422>

Finextra, (2004): „*Euroclear to Develop single Settlement platform*“, převzato z <http://www.finextra.com/fullstorv/.asp?id=12146>

Euractiv, (27.7.2004): „*EK vyšetřuje Euronext*“, převzato z <http://www.euractiv.cz/?a=show&cid=497&sid=24&pid=24>

Channel News Asia, (23.7.2004): „*EU Antitrust Agents Raid Euronext, European Financial Services Firms*“, převzato z [http://www.channelnewsasia.com/stories/afp\\_worlds\\_business/print/97224/1.html](http://www.channelnewsasia.com/stories/afp_worlds_business/print/97224/1.html)

Euractiv (20.12.2004): „*Euronext chce koupit londýnskou burzu*“ převzato z (<http://www.euractiv.cz>)

BBC, (19.12.2004): „Euronext 'poised to make LSE bid'“, převzato z <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/4108831.stm>

Euractiv, (8.12.2004): „McCreevy signals time out on financial services legislation“, <http://www.euractiv.com/en/governance/mccreevy-signals-time-financial-services-legislation/article-133195>

Euractiv, (6.7.2005): „*Member state progress on financial services „lamentable“ says McCreevy*“, Euractiv, <http://www.euractiv.com/en/financial-services/member-state-progress-financial-services-lamentable-mccreevy/article-142108>

## Legislativa Evropské unie

- Smlouva o založení Evropského společenství (ve znění CELEX 11957 E)
- Nařízení o aplikaci mezinárodních účetních standardů 1606/2002.
- Směrnice o zneužití vnitřní informace při obchodování na kapitálovém trhu 2003/6/EC.
- Směrnice o transparentnosti informací o emitentovi cenného papíru 2004/109/EC.
- Směrnice o dohledu nad úvěrovými institucemi pojišťovny a investičními firmami ve finančních konglomerátech 2002/87/EC
- Směrnice o koordinaci podmínek pro přijetí cenného papíru na oficiální burzu 79/279/EEC,
- Směrnice o koordinaci požadavků na pro zápis, přezkoumání a distribuci cenného papíru a podrobností, které mají být zveřejněny při přijetí cenného papíru na burzu 80/390/EEC a
- Směrnice o informacích pravidelně poskytovaných společnostmi jejichž akcie jsou přijaty na oficiální burzu 82/121/EEC
- Směrnice o přijetí cenného papíru na oficiální burzy a informacích, které jsou registrované firmy povinné pravidelně zveřejňovat 2001/34/EC.
- Směrnice o investičních službách 2004/39/EC
- Směrnice o koordinaci práva, regulace a administrativních povinností pro investiční společnosti (UCITS) 85/611/EEC,
- Směrnice o zahájení činnosti a provozu úvěrových institucí 2000/12/EC
- Směrnice o trhu finančních instrumentů 2004/39/EC
- Směrnice o koordinaci požadavků pro zápis, přezkoumání a distribuci prospektu cenného papíru, který má být veřejně nabízen 89/298/EEC.

- Směrnice o informační povinnosti v případě změny majoritního vlastníka akciových společností 88/627/EEC.
- Směrnice o koordinaci regulace obchodování na základě „vnitřních“ 89/592/EEC.
- Směrnice o investičních službách v oblasti cenných papírů 93/22/EEC ,
- Směrnice o ochraně investora při selhání investiční firmy (investor-compensation schemes) 97/9/EC Směrnici vynucení dohledu 95/26/EC.
- Směrnice o kapitálové přiměřenosti investičních firem a úvěrových institucí 93/6/EEC
- Směrnice o kapitálové přiměřenosti investičních firem a úvěrových institucí 98/33/EC
- Směrnice doplňující směrnici o kapitálové přiměřenosti investičních firem a úvěrových institucí 98/31/EC.

## **Internetové adresy**

<http://ec.europa.eu/>

<http://www.epp-ed.org>

<http://www.univie.ac.at>

<http://www.ne.su.se/research>

<http://www.cer.org.uk>

<http://www.istor.org/>

<http://www.staff.city.ac.uk/>

<http://www.ecb.int>

<http://www.euractiv.cz>

<http://www.ieep.cz>

<http://www.group30.org/>

<http://www.imf.org/>

<http://www.fma.org>

<http://ssrn.com>

<http://www.iep-berlin.de>

<http://ideas.repec.org>

<http://www.fese.be/>

<http://www.bis.org/>

<http://www1.deutsche-boerse.com>

## Zdroje dat

FEFSI (poskytla Asociace fondů a asset managementu České republiky)

EFAMA (poskytla Asociace fondů a asset managementu České republiky)

ICI (poskytla Asociace fondů a asset managementu České republiky)

IFA

Reuters

Eurostat

Rozhovor s ředitelkou Univerzity Helenou Čáckou

## Kontinentální model

Počet na burze depozitovaných akciových společností je v tomto modelu malý v porovnání s velikostí ekonomiky, neboť se většina společností dle kontinentální burzy snaží získat kapitál mimo domovských akcionářů.

Kon kontinentální investiční právní úprava, které nastává velké rozdíly ve společnosti a proto má méně než rovněž akcionářů investiční svobod. Navíc tyto společnosti jsou v takovém případě závislé na veřejnosti. Tyto nedostatečné svobody burzy a působí na snížení možnosti dostát požadavkům akcionářů, kteří by měli mít možnost získat podíl na ekonomice podniku. Akciový trh je tedy málo likvidní, a proto nastává obava, že v kontinentálním modelu v anglickém systému.

Kada firma v tomto modelu rovněž je v tomto modelu málo investice, protože málokdy proto, že her likvidního kapitálu má jen málokdy se veřejně uplatní, i když dostatek příjmu vysadí, a velká firma proto, že málokdy akcionářů – burzy rovněž mají v takovém případě postavení v podniku, a tak je financují v podobě veřejnosti.

<sup>11</sup> Amler (1993) str. 20

<sup>12</sup> Čížek (1996) str. 1

## 9. Přílohy

### Příloha 1: Porovnání dvou modelů finančních systémů

#### Anglosaský model

Financování podniku probíhá především prostřednictvím kapitálového trhu. Domácnosti v tomto modelu investují velkou část svých úspor na akciovém trhu. Vlastnictví podniků je roztržštěné, mnoho titulů akcií je obchodováno na burze. Díky tomu je zde velký prostor pro akcionáře různé velikosti, kteří chtějí získat významný podíl nejen na zisku, ale i kontrole společnosti. Kapitálový trh je v tomto modelu velmi likvidní.

Finanční instituce jsou v tomto systému fragmentovány: dochází k oddělení obchodního a investičního bankovníctví.<sup>173</sup> Investiční banky obchodují na kapitálovém trhu, ale nemají příliš úzký vztah se společností. Vedle nich se do obchodování aktivně zapojují institucionální investoři, pojišťovny a různé fondy. Obchodní banky na kapitálovém trhu nefigurují, orientují se na krátkodobé úvěry podnikům a spotřebitelské úvěry. Dluhové financování si firmy obstarávají na rozvinutém trhu korporátních dluhopisů.

Výsledkem využívání akciového trhu je dostupnost informací, investiční příležitosti jsou oceňovány trhem. Veškeré informace se rychle promítají do cen akcií.

V těchto zemích je velmi dobře vyvinuta i legislativa týkající se kapitálového trhu, právní systém v těchto zemích poskytuje akcionářům i věřitelům obvykle větší ochranu než je běžná v kontinentální modelu<sup>174</sup>.

#### Kontinentální model

Počet na burze obchodovaných akciových společností je v tomto modelu malý v porovnání s velikostí ekonomiky, neboť ve většině společností drží kontrolní balík akcií jeden či několik málo dominantních akcionářů.

Roli velkých investorů přebírají banky, které navazují úzké vztahy se společností a proto trpí méně než ostatní akcionáři informační asymetrií. Navíc často nezůstávají jen v roli investorů, ale stávají se i věřiteli společností. Tyto nadstandardní vztahy bank a podniků snižují možnosti ostatních potencionální akcionářům, kteří by měli zájem získat podíl na kontrole podniků. Akciový trh je tedy málo likvidní, a proto nehraje zdaleka tak významnou roli jako v anglosaském systému.

Řada firem v tomto modelu financuje v tomto modelu své investice pomocí úvěrů. Malé firmy proto, že bez likvidního kapitálové trhu jsou náklady na veřejný úpis akcií či emisi dluhopisů příliš vysoké, a velké firmy proto, že majoritní akcionáři – banky nechtějí přijít o své výlučné postavení v podniku, a tak jej financují z pozice věřitele.

<sup>173</sup> Mičoch (1996) str.68

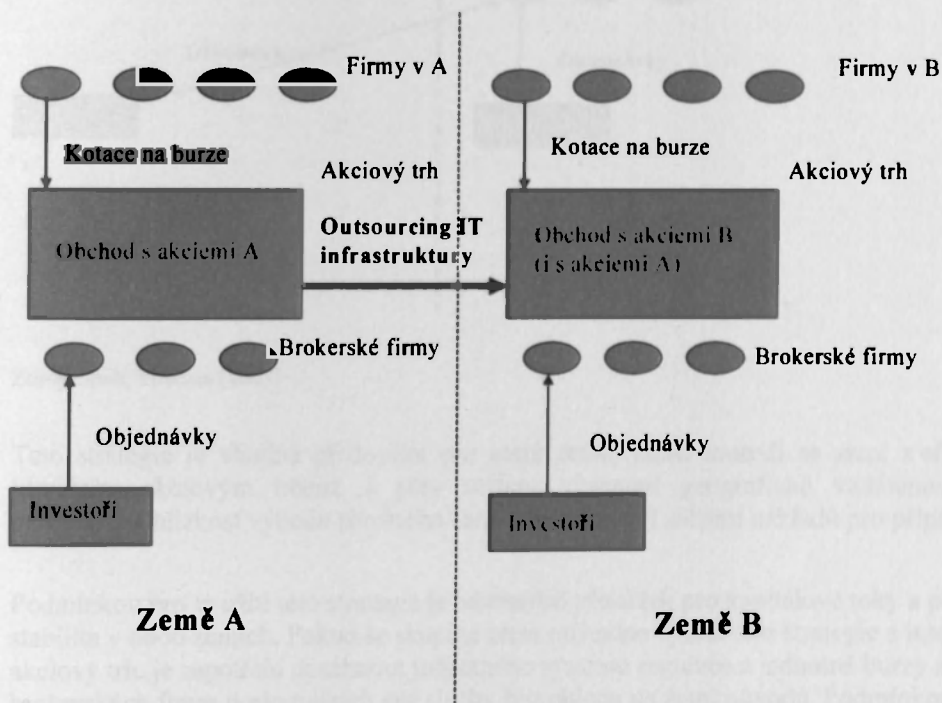
<sup>174</sup> Crama (1999) str.7



## Příloha 2: Způsoby propojení malého nelikvidního akciového trhu s velkým trhem

1) Země má vlastní instituce pro trh s cennými papíry a nadále se stará o legislativní rámec trhu. Kvůli snížení fixních nákladů se zbaví části své tržní infrastruktury (například IT infrastruktury: clearing, bursy a depozitáře) a využije infrastrukturu trhu z jiné země či nezávislé infrastruktury sdílené skupinou zemí. Relativní význam nákladů na IT infrastrukturu však postupně klesá.

Obrázek 7: Outsourcing IT infrastruktury

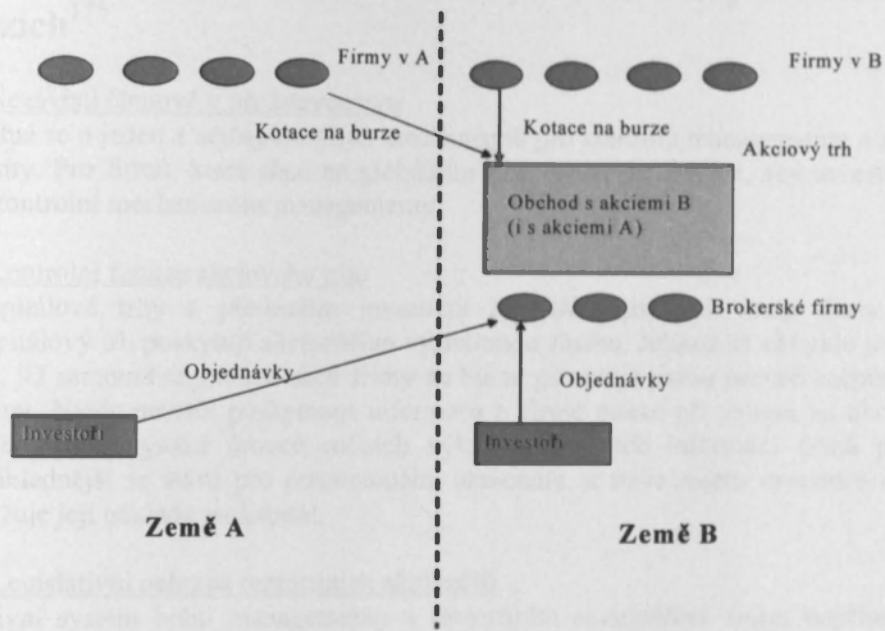


Zdroj: Shah, Thomas (2003)

V dnešní době je proto tato strategie motivovaná především snahou využít vývoje a výzkumu, který probíhá na větších finančních trzích. Ten je postupně stále významnější, neboť dochází k velmi rychlé inovaci produktů, tržních mechanismů a technologií pro využívání informací.

2) Země nabízí domácím investorům, kteří spolupracují s domácími podniky, obchodovat jejich akcie na finančních trzích v zahraničí. Mechanismus funguje následovně: firmy z menší země (země A) jsou registrované na burze ve větší zemi (země B) a respektují také institucionální rámec jejího finančního trhu. Akcie obou zemí se prodávají na trhu země B, případní investoři se zájmem o akcie země A si koupí služby brokerské firmy ze země B, přes kterou realizují zamýšlenou investici.

## Obrázek 8: Využití zahraničního akciového trhu



Zdroj: Shah, Thomas (2003)

Tato strategie je vhodná především pro malé země, které sousedí se zemí s efektivním a likvidním akciovým trhem. I přes snížení významu geografické vzdálenosti, přináší geografická blízkost výhodu shodného časového pásma či snížení nákladů pro případné cesty.

Podmínkou pro využití této strategie je odstranění překážek pro kapitálové toky a politická stabilita v obou zemích. Pokud se skupina zemí rozhodne využít této strategie a integrovat akciový trh, je zapotřebí dosáhnout jednotného systému regulace a jednotné burzy a skupiny brokerských firem poskytujících své služby bez ohledu na zemi původu. Podmínkou je však komplexní integrace institucionálního rámce týkajícího se akciového trhu a spolupráce zúčastněných zemí.

## **Příloha 3: Kontrolní mechanismy na rozvinutých akciových trzích<sup>175</sup>**

### - Nezávislí členové v představenstvu

Jedná se o jeden z nejúspěšnějších mechanismů pro kontrolu managementu a zlepšení výkonu firmy. Pro firmu, která chce na globálním trhu uspět, je stěžejní, aby investoři měli důvěru v kontrolní mechanismus managementu.

### - Kontrolní funkce akciového trhu

Kapitálové trhy a především investiční bankéři zajišťující vstup firmy na zahraniční kapitálový trh poskytují akcionářům významnou službu. Jelikož se obvykle jedná o rozvinutý trh, již samotná registrace akcií firmy na burze garantuje jistou úroveň corporate governance firmy. Navíc nestačí poskytnout informace o firmě pouze při vstupu na akciový trh, ale je požadována vysoká úroveň ročních výkazů. Čím více informací firma poskytuje, tím průhlednější se stává pro potencionální akcionáře, a roste zájem investorů o její akcie. To snižuje její náklady na kapitál.

### - Legislativní ochrana minoritních akcionářů

Právní systém brání managementu a majoritním akcionářům získat nepřiměřený podíl na kontrole společnosti a poskytuje drobným akcionářům mechanismy pro výkon svých vlastnických práv.

### - Přísná pravidla pro zveřejňování informací

Na rozvinutých akciových trzích je vyžadována zákonem a regulacemi burzy vysoká úroveň poskytovaných informací. Registrace akcií na takovémto trhu zvyšuje nároky na výkazy firmy.

### - Aktivní akcionáři

Zejména velcí akcionáři mají dostatek zdrojů pro aktivní výkon svých vlastnických práv. Registrace akcií na rozvinutém trhu obvykle pozmění vlastnickou strukturu ve prospěch velkých institucionálních investorů, kteří jsou schopni lépe kontrolovat činnost managementu.

### - Nepřátelské převzetí

Na řadě rozvinutých trhů patří nepřátelské převzetí k běžným kontrolním mechanismům, umožňuje přímý projev nesouhlasů akcionářů s aktivitou managementu v případě, kdy selhaly jiné kontrolní mechanismy.<sup>176</sup>

<sup>175</sup> Stulz (1999) str.22

<sup>176</sup> Přestože Stulz (1999) hovoří o vysokých nákladech pro firmu v případě vstupu na akciový trh, kde je využíván institut nepřátelského převzetí dle studie Tolmunen, Torstila (2005), která zkoumá vzorek 196 evropských firem při vstupu na americký trh v letech 1996-2000, nelze říci, že cross-listing akcií na akciovém trhu s rozvinutým mechanismem převzetí zvyšuje pravděpodobnost převzetí firmy

## Příloha 4: Porovnání portfolií investičních fondů ve světě

Tabulka 9: Celková čistá aktiva fondů<sup>1</sup> investovaná doma a v zahraničí ve 4.kvartále roku 2005 (v mil. USD)

	AKCIE				DLUHOPISY				PENĚŽNÍ TRH			
	Domáci	Domáci v (%)	Zahr.	Zahr. v (%)	Domáci	Domáci v (%)	Zahr.	Zahr. v (%)	Domáci	Domáci v (%)	Zahr.	Zahr. v (%)
Svět	4 815 476	68%	2 262 944	32%	2 345 912	85%	410 348	15%	2 922 832	98%	53 994	2%
Amerika	4 166 034	80%	1 025 130	20%	1 597 663	95%	75 300	5%	2 095 454	100%	2 819	0%
Argentina	1 617	100%			722	100%			1 149	100%		
Brazílie	21 919	100%			210 851	99%	1 284	1%	8 688	100%		
Kanada	114 797	52%	104 347	48%	53 613	91%	5 481	9%	38 280	96%	1 666	4%
Chile	1 333	78%	386	22%	2 628	68%	1 265	32%	5 390	83%	1 123	17%
Costa Rica			2	100%	250	90%	28	10%	524	100%		
Mexiko	5 925	88%	818	12%	17 646	45%	21 885	55%	887	97%	30	3%
USA	4 020 444	81%	919 577	19%	1 311 953	97%	45 358	3%	2 040 537	100%		
Evropa	581 654	38%	935 563	62%	644 076	74%	223 660	26%	729 268	97%	23 804	3%
Rakousko	1 352	7%	17 986	93%	34 925	54%	29 664	46%	10 338	74%	3 593	26%
Belgie	4 988	7%	66 339	93%	11 609	88%	1 652	12%	1 836	58%	1 315	42%
ČR	19	6%	298	94%	130	12%	956	88%	192	7%	2 752	93%
Dánsko	4 452	15%	24 980	85%	25 854	59%	18 264	41%				
Finsko	3 287	19%	14 336	81%	6 454	62%	3 960	38%	12 715	100%	12	0%
Francie	158 198	40%	235 468	60%	147 698	69%	65 827	31%	457 370	100%	2 123	0%
Německo	35 866	25%	106 146	75%	75 225	81%	17 441	19%	36 549	97%	1 039	3%
Kecko	5 876	83%	1 195	17%	5 882	37%	10 136	63%	3 144	54%	2 683	46%
Maďarsko	112	19%	477	81%	2 584	99%	19	1%	2 751	100%		
Itálie	15 787	17%	76 893	83%	132 842	77%	39 473	23%	84 372	100%	45	0%
Lichtenštejnsko	39	1%	6 272	99%	1 680	39%	2 619	61%	1 769	70%	775	30%
Nizozemí	8 114	18%	38 096	82%								
Norsko	7 147	33%	14 375	67%	4 013	78%	1 154	22%	11 712	100%	41	0%
Polsko	1 972	89%	237	11%	3 543	73%	1 310	27%	2 470	100%		
Portugalsko	964	37%	1 635	63%	12 757	97%	436	3%	10 381	100%		
Rumunsko	23	100%			16	100%			35	100%		
Rusko	1 555	100%			318	100%			10	100%		
Slovensko			111	100%	884	73%	320	27%				
Španělsko	44 518	40%	65 727	60%	83 896	96%	3 121	4%	64 236	100%		
Švédsko	23 059	28%	60 316	72%	6 390	93%	507	7%	6 831	96%	262	4%
Švýcarsko	22 519	48%	24 197	52%	13 279	40%	20 225	60%	2 978	25%	9 163	75%
Turecko	766	100%			3 704	100%			14 862	100%		
Velká Británie	241 041	57%	180 479	43%	70 390	91%	6 576	9%	4 718	100%		
Asie a Pacific	48 714	14%	300 025	86%	100 314	47%	111 138	53%	79 847	74%	27 370	26%
Hong Kong	1 199	0%	294 221	100%			108 714	100%	452	2%	27 370	98%
Indie	14 396	100%			9 008	100%			14 364	100%		
Korca	25 252	97%	667	3%	49 409	97%	1 514	3%	64 204	100%		
Nový Zéland	423	27%	1 151	73%	897	89%	113	11%	825	100%		
Filipíny	35	100%			1 330	100%			2	100%		
Taiwan	7 410	65%	3 985	35%	39 670	98%	797	2%				
Afrika	19 074	90%	2 227	10%	3 859	94%	250	6%	18 263	100%		
Jižní Afrika	19 074	90%	2 227	10%	3 859	94%	250	6%	18 263	100%		

**Poznámka:** Komponenty se nemusejí rovnat celkové sumě v důsledku zaokrouhlení a chybějících hodnot. Pokud je hodnota nulová znamená to, že je nižší než 0,5 mil.

1 Jsou zahrnuty fondy se sídlem v dané zemi, kromě Hong-kongu, Korei a Nového Zélandu, kde jsou zahrnuty i fondy působící v dané zemi se sídlem v zahraničí.

Zdroj: vlastní tabulka dle dat ICI

Vytváření finančního sektoru patří mezi jeden z nejvýznamnějších úkolů nových demokracií. Především jde o zřízení bankovního systému, který by poskytl strukturální podklad pro ekonomický rozvoj.

Rozdělením původní monopolní vlády mezi komerční a investiční banky byl umožněn vstup nových účastníků z zahraničí, což se stalo vzhledem k tomu, že v nových zemích kapitálový trh, jako první finanční instituce, musel být vytvořen velmi rychle na provozní úrovni.

Především záleželo na vytvoření finančního systému (založení bankovního systému a kapitálového trhu) byly vytvářeny tyto, což vedlo k vytvoření legislativního rámce. To způsobilo, že účinné následující let zjednotila bankovní sektor ekonomiky. V oběhové kolo bankovního systému. Některé hlavní problémy bankovního sektoru patří:

- rozvojem bankovního sektoru, což má bankovní a podléhá v jeho postupu
- podstatně bankovní a kapitálový sektor
- nízká konkurenční schopnost bankovního systému, poskytovatelé úvěrů nevytvářejí pro konkurenci konkurenci a účinné banky
- nedostatek pravidelných bank, takže v nich byla přítomna až 100% z dosavadních úrovních
- nedostatek konkurenční struktury

Mezi hlavní problémy bankovního sektoru patří:

- nedostatek efektivní regulace, nevytvářejí konkurenční prostředí
- nedostatek finanční výkonnosti, nízká kvalita informací poskytovaných bankovním sektorem
- nedostatek transparentnosti obchodů
- nízká úroveň ochrany práv minoritních akcionářů
- nedostatek infrastruktury pro regulaci bankovního sektoru
- nedostatek konkurenční struktury

<sup>122</sup> V JAR se nyní nachází 41 společností, které mají sídlo v JAR, ale jejich hlavní sídlo je v zahraničí. V České republice, kde Korea poskytl peníze v roce 1993.

<sup>123</sup> AC v prvních letech svého existence byla provozována společností National Bank of Korea a Bank of Korea, která byla založena v roce 1948.

<sup>124</sup> Tento problém je v nových demokraciích velmi častý, protože vzhledem k tomu, že v nových demokraciích se nachází 41 společností, které mají sídlo v JAR, ale jejich hlavní sídlo je v zahraničí.

<sup>125</sup> V JAR se nyní nachází 41 společností, které mají sídlo v JAR, ale jejich hlavní sídlo je v zahraničí. V České republice, kde Korea poskytl peníze v roce 1993. Účinné následující let zjednotila bankovní sektor ekonomiky. V oběhové kolo bankovního systému. Některé hlavní problémy bankovního sektoru patří:

<sup>126</sup> Podstatně bankovní a kapitálový sektor. Nízká konkurenční schopnost bankovního systému, poskytovatelé úvěrů nevytvářejí pro konkurenci konkurenci a účinné banky. Nedostatek pravidelných bank, takže v nich byla přítomna až 100% z dosavadních úrovních. Nedostatek konkurenční struktury.

## Příloha 5: Historické problémy finančního sektoru v nových členských státech Evropské unie

Vybudování finančního sektoru patřilo mezi jeden z nejdůležitějších úkolů nových demokratických vlád. Právě v době přechodu k tržní ekonomice potřebovaly ekonomiky silné finanční instituce, které by podpořily restrukturalizaci produktivního sektoru.

Rozdělením původní monobanky vznikly první komerční a investiční banky. Byl umožněn vstup nových domácích i zahraničních bank na finanční trh. Během následujících let vzniká i kapitálový trh, jehož první zatěžkávací zkouškou byla ve většině zemí účast na privatizaci státních podniků.

Přestože základní instituce finančního systému (zprostředkovatelé banky a kapitálový trh) byly vybudovány rychle, zaostávalo vytváření legislativního rámce. To způsobilo, že během následujících let zasáhla řadu tranzitivních ekonomik v nějaké podobě krize finančního systému. Mezi hlavní problémy bankovního sektoru patřily:

- rozvinutí křížových vlastnických vztahů mezi bankami a podniky v jejich portfoliu,
- nedostatečný bankovní s kapitálový dohled,<sup>177</sup>
- měkká rozpočtová omezení bank, banky systematicky poskytovaly úvěry nevýhodné pro minoritní akcionáře i věřitele banky,
- opožděná privatizace bank, řada z nich byla privatizována až téměř s desetiletým odstupem,<sup>178</sup>
- nekvalitní corporate governance.

Mezi hlavní problémy kapitálového trhu patřily:

- nedostatek efektivní regulace, nekvalitní institucionální rámec,<sup>179</sup>
- neadekvátní finanční výkazy, nízká kvalita informací zvyšující informační asymetrii,
- nedostatečná transparentnost obchodů,
- nízká úroveň ochrany práv minoritních akcionářů,
- nedostatečná infrastruktura pro zajištění zprostředkování obchodů.<sup>180</sup>
- roztržštěnost akcionářské struktury.<sup>181</sup>

<sup>177</sup> V řadě zemí vznikly až opožděně nezávislé agentury či komise pro dohled na kapitálovém trhu. Příkladem je Česká republika, kde Komise pro cenné papíry vznikla až v roce 1998.

<sup>178</sup> Až v prvních letech nového tisíciletí byla privatizována největší slovinská banka Nova Ljuljanska banka nebo polská PKO.

<sup>179</sup> Touto problematikou v nových členských státech se zabývají práce Racochoy, Szalkai, Kozlowski, ve sborníku IBRD/WB (2000).

<sup>180</sup> V některých zemích byla snaha hned od počátku infrastrukturu kapitálového trhu budovat. Například Česká republika se snažila ještě v době privatizace po vzoru anglosaského systému založit investiční fondy (IPF). Ovšem jejich role nebyla dostatečně ukotvena v legislativě. Výsledkem bylo jejich napojení na banky, takže se staly jistými prostředníky prostředníků, navíc jim chyběl kapitál pro další investice a rozvoj činnosti (Problematikou jejich úlohy se zabýval např. Mlčoch (1996))

<sup>181</sup> Důležitou funkcí kapitálového trhu je zajistit, zda management firmy maximalizuje hodnotu akcií firmy, v případě roztržštěného vlastnictví se však snižuje schopnost akcionářů efektivně vykonávat kontrolu managementu, objevuje se známý jev „free riding“.

V řadě nových členských států byl vzniklý kapitálový trh úzce spojen s privatizací. Vývoj akciového trhu tak byl významně ovlivněn zvolenou privatizační metodou. Zvolené metody se v jednotlivých zemích střední a východní Evropy významně lišily (viz. tabulka 10).

**Tabulka 10: Použité metody privatizace v středních a velkých podnicích**

	Kupónová privatizace	Prodej externím subjektům	Vykoupení podniku managementem či zaměstnanci	Jiný způsob <sup>1</sup>
Ceská republika	primární	sekundární	-	-
Maďarsko	-	primární	-	sekundární
Polsko	sekundární	terciální	primární	-
Slovensko	sekundární	-	primární	-
Slovinsko	-	sekundární	primární	-
Estonsko	-	primární	sekundární	-
Litva	primární	sekundární	-	-
Lotyšsko	primární	-	sekundární	-

Poznámka: Primární, sekundární a terciální označují postupně významnost konkrétní metody v dané zemi podle jejího využití v privatizačním procesu

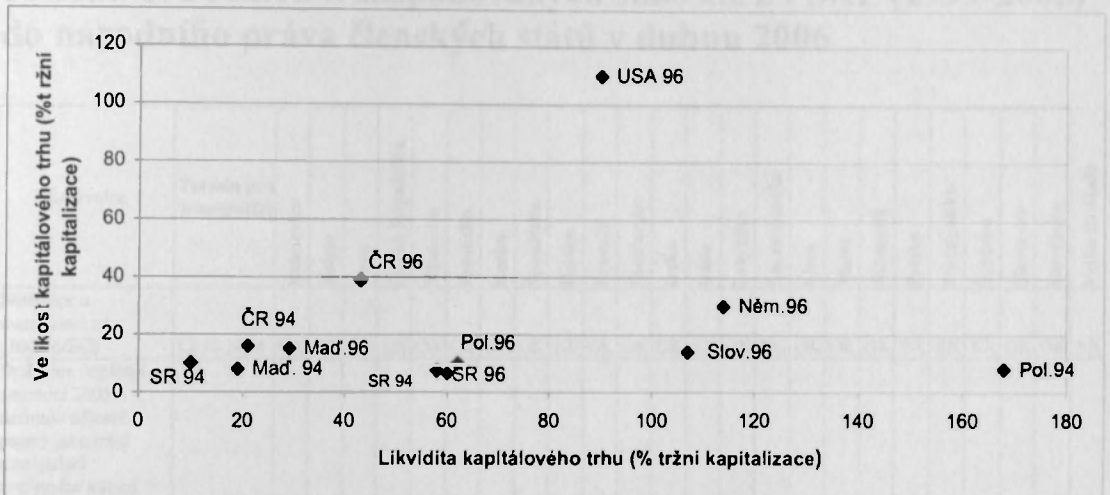
<sup>1</sup> Zahrnuje prodej aktiv v konkurzním řízení a programy masové privatizace založené na preferenčních kuponech.

Zdroj: OECD (1998)

Použité metody různě ovlivnily vznikající kapitálový trh. To platí především pro metodu kupónové privatizace, která se přes právě vzniklý akciový trh realizovala. Graf 29 ukazuje, jak se jednotlivým zemím dařilo vytvořit kapitálový trh. Hodnocení je provedeno pomocí dvou významných ukazatelů akciového trhu:

- velikosti akciového trhu (= podíl celkové tržní kapitalizace k HDP ),
- likvidity akciového trhu (= podíl celkového obrátu trhu k tržní kapitalizaci).

**Graf 29: Vztah dvou indikátorů vývoje akciového trhu - velikosti trhu a jeho likvidity**



Zdroj: OECD, (1998)

Graf 29 ukazuje, že země, které použily metodu kupónové privatizace, dosáhly záhy vysoké úrovně kapitalizace, ale nízké likvidity, zatímco země, které přistoupily k pomalejší privatizaci a dokázaly zajistit lepší regulaci trhu, vykazovaly nejprve vysokou likviditu, která byla postupně utlumena nízkým počtem emitovaných akcií.

Tedy Česká republika podobně jako Slovensko dosáhly v roce 1994 vysoké kapitalizace a nízké likvidity, která se však do roku 1996 zvýšila. V Polsku probíhalo zpočátku velmi aktivní obchodování s omezeným počtem titulů, ale postupně se omezilo, jelikož se nepodařilo okruh nabízených titulů rozšířit. Maďarsko, které se snažilo v procesu privatizace primárně získat zahraniční investory, rozvíjelo svůj kapitálový trh postupně s ohledem na likviditu a kapitalizaci.

V dalších deseti letech se dotvářela tržní infrastruktura. Bylo dosaženo bodu, kdy existují clearingová centra, nezávislé registry akcií a alespoň minimální úroveň ochrany práv minoritních akcionářů. Byly vytvořeny chybějící nezávislé agentury či komise pro regulaci kapitálového trhu. Legislativní rámec kapitálového trhu dosáhl nejvyšší úrovně v Polsku a Maďarsku.<sup>182</sup>

<sup>182</sup> OECD (1998).



## Příloha 6: Přehled transponovaných směrnic z FSAP (1999-2005) do národního práva členských států v dubnu 2006

Směrnice	Termín pro transpozici	Členský stát																							
		Rakousko	Belgie	Kyp	Česká Republika	Německo	Estonsko	Řecko	Španělsko	Finsko	Francie	Maďarsko	Irsko	Itálie	Lotyšsko	Luxembursko	Litva	Malta	Nizozemí	Polsko	Portugalsko	Švédsko	Švýcarsko	Slovensko	Velká Británie
Směrnice o manipulaci trhu (2003/6/EC)	12.10.2004	OK	CP	CK	EX	OK	OK	OK	OK	EX	OK	OK	OK	EX	OK	NC	OK	OK	OK	IX	EX	EX	OK	OK	EX
Směrnice doplňující směrnici 2003/6 a definuje některé pojmy jako tržní manipulaci zveřejnění interní informace (2003/123/EC)	12.10.2004	OK	EX	OK	OK	OK	OK	OK	EX	OK	OK	OK	EX	OK	NC	EX	OK	OK	OK	EX	EX	OK	OK	OK	
Směrnice implementující směrnici 2003/6 co se týče spravedlivého investičního doporučení a zveřejnění konfliktu zájmů (2003/125/EC)	12.10.2004	OK	EX	OK	EX	OK	OK	OK	EX	EX	OK	OK	EX	OK	NC	OK	OK	OK	OK	EX	EX	OK	OK	OK	
Směrnice implementující směrnici 2003/6 co se týče tržních praktik, definuje vnitřní informaci ve vztahu ke komoditním derivátům a udává seznam "insiderů" (2004/72/EC)	13.10.2004	OK	EX	OK	EX	OK	OK	OK	CP	EX	EX	OK	OK	EX	OK	NC	OK	OK	OK	OK	EX	EX	EX	OK	OK
Směrnice o prospektu cenného papíru (2003/71/EC)	1.7.2005	EX	CP	EX	EX	EX	EX	EX	EX	EX	EX	EX	NC	EX	EX	EX	EX	EX	EX	EX	EX	EX	EX	EX	
Směrnice o trhu finančních nástrojů (2004/39/EC)	1.1.2007	NC	NC	CP	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	
Směrnice o transparentnosti (2004/109/EC)	1.1.2007	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	

Zdroj: European Commission

## Příloha 7: Účastníci obchodu

Subjekty, které se účastní obchodu s akciemi můžeme rozdělit na uživatele finančního trhu a poskytovatele služeb.

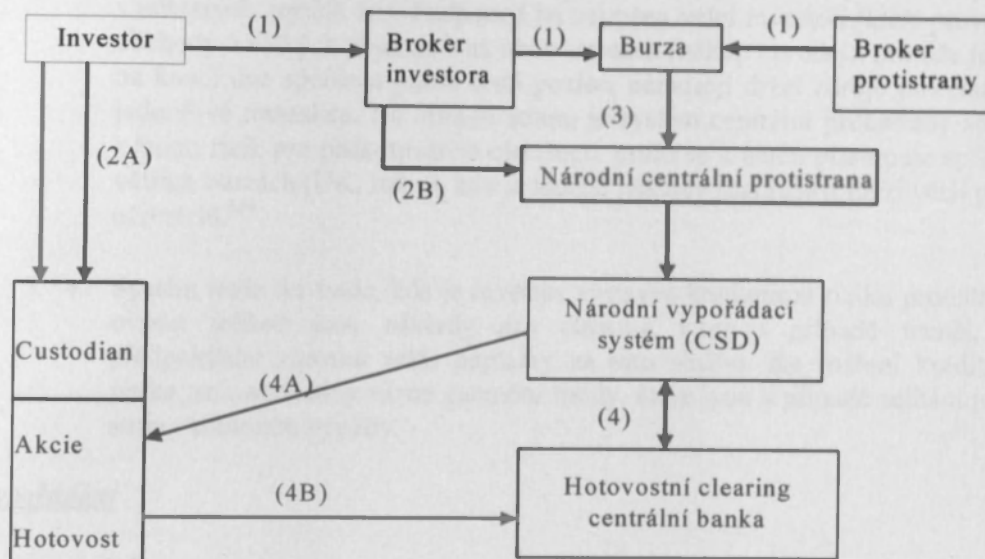
### Uživatelé finančního trhu:

- individuální investoři, kteří vystupují na akciovém trhu přes brokera nebo investiční banku
- institucionální investoři, banky, pojišťovny a různé fondy

### Poskytovatelé služeb:

- **Brokeři**, kteří zprostředkovávají samotný obchod a pomáhají v souladu s požadavkem investora nákup/prodej na burze.
- **Custodiani** jsou zodpovědní za administrativní služby spojené s držbou a přesunem akcie ve jménu svých klientů. Mají přímý přístup k centrálnímu depozitáři, monitorují vyplácení dividend a další události spojené s akcií.
- **Globální custodiani** operují na mnoha trzích současně a spolu, spolu s podřízenými národními custodiany vytvářejí síť, kterou využívají investoři obchodující na více trzích současně. Většina z nich poskytuje ještě další služby jako půjčování akcií a měnové konverze. (viz. Giovanni report, (2001) str.9)
- **Clearingová centra** jsou oddělené subjekty nebo součást burzy poskytující služby v oblasti clearingů a vypořádání obchodů. Jejich cílem je zjistit kolik která strana musí zaplatit. Je prováděn buď netting, kdy zjišťujeme čisté pozice účastníků a provádíme vzájemný zápočet pohledávek a závazků, nebo „trade for trade“, kdy provádíme platbu přímo proti dodávce.
- **Centrální depozitář cenných papírů** spravuje listinné i zaknihované cenné papíry. Obvykle dnes již jeho činnost spočívá v zanesení změn ve vlastnictví cenného papíru do elektronického systému. Dále dohlíží na vyplácení dividend. Jedná se obvykle o soukromé firmy pod dohledem národního regulátora finančního trhu. Většina zemí má pouze jeden depozitář, ale může jich být i více.
- **Mezinárodní centrální depozitář cenných papírů** má zajištěn přístup k národním depozitářům a pomáhá při vypořádání přeshraničních obchodů (Příkladem může být Euroclear nebo Clearstream).

## Příloha 8: Průběh domácích obchodů



Zdroj: vlastní schéma

### Objednávka a spárování (matching)

(1) Obchod začíná v momentě, kdy investor nebo jeho broker učiní objednávku k nákupu či prodeji akcie. Ta se dostává do centrálního počítače burzy, nabídky na nákup a prodej jsou spárovány za cenu danou trhem.<sup>183</sup>

(2) Další fází je potvrzení transakce, tedy ceny, množství a dalších detailů obchodu. Obě strany kontraktu určí svůj účet u custodiana (2A), kterým budou akcie a hotovost dodány. Brokeři zašlou do clearingového centra, případně do CSD detaily obchodu a doručí investorovi podmínky obchodu a potvrzení protistrany (2B). Cílem této fáze je vyjasnit detaily kontraktu.

### Clearing

(3) Clearingová transakce zahrnuje výpočet vzájemných závazků a určuje pozici obou stran. Tuto funkci vykonává obvykle speciální clearingové centrum popsané výše nebo CDS či ICSD. Cenné papíry a jim odpovídající peněžní prostředky musí být poskytnuty před datem vypořádání. Clearing je prováděn dvěma způsoby:

- Systém centrální protistrany, kde clearingové centrum v tomto mechanismu vystupuje jako tzv. centrální protistrana. Vstupuje jako protistrana mezi

<sup>183</sup> Stanovení ceny je dáno obchodním systémem, na burzách se dnes používá systém „order driven“ nebo systém market makerů.

prodávajícího a kupujícího, čímž snižuje kreditní riziko spojené s transakcí. V tomto systému je aplikován netting, čili započítání závazku a pohledávek. Současný trend spěje k tomuto systému, přestože je zatím uplatňován pouze v některých zemích EU. Podporují jej zejména velcí investoři, kteří provádějí obchody o velkých objemech na obou stranách (nákup i prodej), protože je pak na konci dne spočtena jejich čistá pozice, nemusejí držet zdroje potřebné na jednotlivé transakce. Na druhou stranu je systém centrální protistrany spojen s řadou rizik pro poskytovatele clearingů, proto se k němu přistupuje spíše na větších burzách (UK, Itálie), kde je možné náklady rozprostřít mezi větší počet uživatelů.<sup>184</sup>

- Systém trade for trade, kde je investor vystaven kreditnímu riziku protistrany, ovšem jelikož jsou náklady pro clearing v tomto případě menší, lze předpokládat zároveň nižší poplatky za tuto službu. Ke snížení kreditního rizika jsou zakládány různé garanční fondy, které jsou v případě selhání jedné strany kontraktu využity.

### Vypořádání

(4) Vypořádání představuje vlastní dodání a zaplacení akcie. Většina akcií je dnes v zaknihované podobě, převod vlastnictví tedy probíhá převodem na účtech jednotlivých účastníků u CSD (4A). Hotovostní část transakce je vyřízena přes bankovní platební systém (v českých podmínkách pod ČNB) (4B). Existují dva mechanismy vypořádání:

- Delivery versus payment, kde je nutné poskytnout vysoký stupeň ochrany a zajistit, že platba bude převedena jen v případě doručení akcií.
- Delivery free of payment, kdy dochází k zajištění převodu cenného papíru bez odpovídajícího hotovostního plnění, používá se v přeshraničním obchodě. Důležitým požadavkem účastníků obchodu je maximálně urychlit proces clearingů a vypořádání, na většině trzích se lhůty pohybují od T+1 do T+3. Nárůst trendu půjčování akcií pro obchodní transakce zvyšuje tlak investorů na snížení lhůt.

Veškeré operace, které následují po provedení obchodu na burze, se projeví ve výsledných nákladech na provedený obchod. Investorovi je naúčtován:

- brokerský poplatek,
- poplatek za clearing a vypořádání podle objemu a hodnoty obchodu (platí obě strany transakce),
- poplatek za custodiana.

<sup>184</sup> V České republice se s ním zatím, dle ředitelky Heleny Čacké, nepočítá právě z důvodu nákladů s ním spojených, které by v případě menšího trhu pocítili investoři výrazněji než v UK nebo Itálii.

## **Příloha 9: Bariéry bránící efektivnímu vypořádání přeshraničních obchodů v EU definované Giovanniniho zprávou (2001).**

Bariéry týkající se technických požadavků a tržních zvyklostí:

1. Rozdíly v národních informačních systémech a rozhraních (vzájemná nekompatibilita)
2. Restrikce na použití různých vypořádacích systémů při uzavření obchodu na konkrétní obchodní platformě
3. Rozdíly v národní úpravě jednání společností a služeb custodianů
4. Finální vypořádání ze dne na den není zaručeno
5. Praktické překážky bránící vzdáleným subjektům v účasti v národních clearingových a vypořádacích systémech
6. Národní rozdíly ve vypořádacích periodách (T+0-T+5)
7. Národní rozdíly v provozních hodinách
8. Národní rozdíly v emisních zvyklostech
9. Národní restrikce omezující možnost zvolit umístění cenných papírů
10. Národní restrikce vztahující se na aktivity market makerů

Bariéry týkající se zdanění:

11. Národní úpravy úlev ze srážkové daně znevýhodňují zahraniční zprostředkovatele
12. Výběr daní z transakcí prostřednictvím systému integrovaného do místního systému vypořádání

Bariéry týkající se právní jistoty:

13. Absence jednotného evropského pojetí vlastnictví cenných papírů
14. Národní rozdíly v právním pojetí bilaterálního nettingu
15. Nevyvážená aplikace při kolizi v národních právních úpravách

## Příloha 10: Harmonogram akcí pro odstranění 15 bariér z Giovanniniho zprávy 2001

**Tabulka 11: Bariéry identifikované v Giovanniniho zprávě a termín pro jejich odstranění**

Bariéra	Potřebná akce	Zodpovědnost	Termín splnění
Bariéra 7	Provozní hodiny a termíny vypořádání by měly být harmonizovány	Hlavní zodpovědnost má mít ECSDA v kooperaci s ESCB a CESR	Do 2 let
Bariéra 1	Pomocí celoevropského protokolu by měly být zmírněny rozdíly v IT a rozhraní používaných poskytovateli clearingů a vypořádání	Protokol má být definován SWIFTEM a okamžitě po přijetí ho má přijmout pro své operace ECB	Do 2 let
Bariéra 4	Zajištění možnosti doručení cenných papírů mezi systémy vypořádání v rámci jednoho dne	ECSDA bude koordinovat nezbytná opatření v konzultaci s CESR a ESCB	Do 2 let a 3 měsíců
Bariéra 6	Harmonizace vypořádacích cyklů všech systémů EU	Neurčená	Do 2 let a 3 měsíců
Bariéra 3	Harmonizace národní legislativy v úpravě jednání společností (výplata dividend, valné hromady) a služeb depozitářů (custody)	Lokální custodiani, prostřednictvím ECSCA, a ECSDA by měli koordinovat návrhy soukromého sektoru. Národní vlády by měly koordinovat své postoje prostřednictvím Rady ministrů	Do 2 let a 3 měsíců
Bariéra 8	Odstranění odlišných národních emisních zvyklostí (přidělování ISIN)	Návrh řešení podávají IPMA a ANNA	Do 2 let a 3 měsíců
Bariéra 11	Všichni finanční zprostředkovatelé se sídlem na území EU by měli získat možnost nabízet své služby ve všech členských státech bez bariér znevýhodňujících je oproti lokálním hráčům	Národní vlády prostřednictvím relevantní Rady EU	Do 2 let a 3 měsíců
Bariéra 12	Všechny opatření požadující výběr daní z transakcí s cennými papíry prostřednictvím lokálního systému vypořádání musí být odstraněny	Národní vlády prostřednictvím relevantní Rady EU	Do 2 let a 3 měsíců
Bariéra 12, 14, 15	Direktiva o finančním kolaterálu sníží právní nejistotu vyplývající z národních rozdílů v nettingu a problém nerovnoprávné aplikace kolizních norem. Příslušná direktiva by měla být v členských státech implementována do 27.12.2003. Pokud jsou akcie drženy přes zprostředkovatele, neměly by být vlastněny jeho účtem, tedy zprostředkovatel by měl být v centrálním depozitáři uveden jako vlastník.	Národní vlády spustí projekt Jistota evidence cenného papíru.	Do 3 let

Bariéra 2,9	Omezení národních restrikcí týkajících se umístění cenných papírů a umístění clearingů a vypořádání, které ke základem pro konsolidaci systémů.	Národní vlády mají přijmout relevantní části z novely ISD vztahující se k umístění clearingů a vypořádání.	Do 3 let
Bariéra 5	Praktické překážky k dálkovému přístupu do národních systémů pro clearing a settlement by měly být odstraněny, aby byla zajištěna rovná pravidla pro všechny	Národní vlády mají navrhnout sérii podmínek, za kterých bude dálkový přístup garantován celoevropsky. Tyto podmínky by měly být v souladu s požadavky ESCB/CESR	Do 3 let
Bariéra 10	Omezení aktivit dealerů a market-makerů budou odstraněna.	Národní vlády prostřednictvím relevantní Rady EU	Do 3 let

Zdroj: Giovanniniho zpráva (2003)

Poznámky k tabulce: ECSDA – Evropská asociace centrálních depozitářů

ECSB – Evropský systém centrálních bank

CESR – Výbor evropských regulátorů

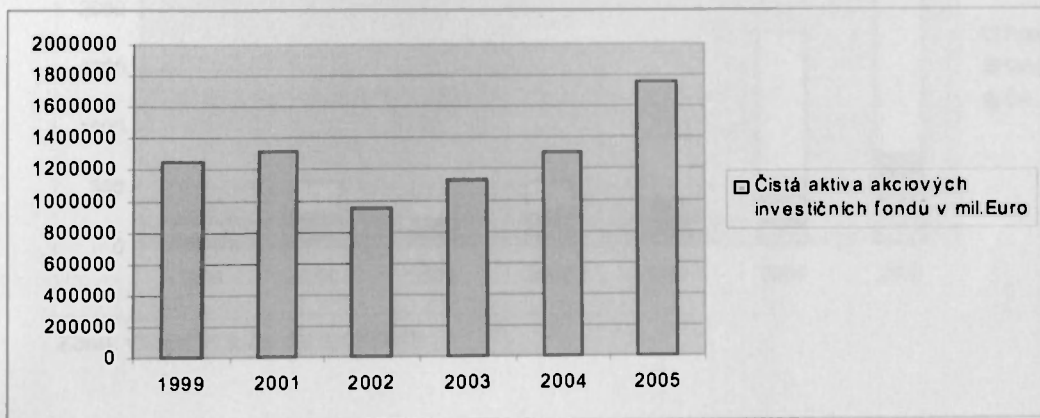
ESCA Evropská asociace úvěrového sektoru

IPMA – Mezinárodní asociace primárního trhu

ANNA – Asociace národních číslovacích agentur (agentury udělující ISIN )

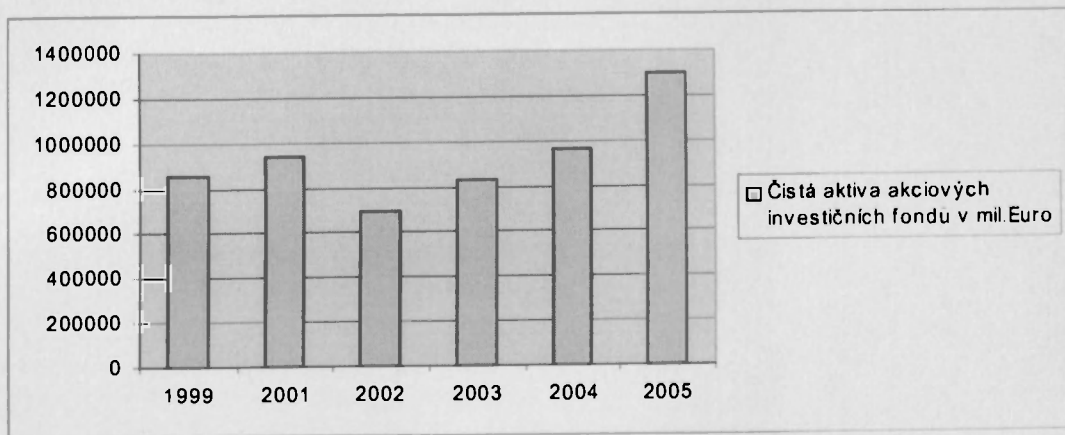
## Příloha 11: Vývoj investičních fondů

**Graf 30: Vývoj objemu čistých aktiv investičních fondů v eurozóně (v mil.Euro)**



Zdroj: vlastní výpočty dle dat FEFSI

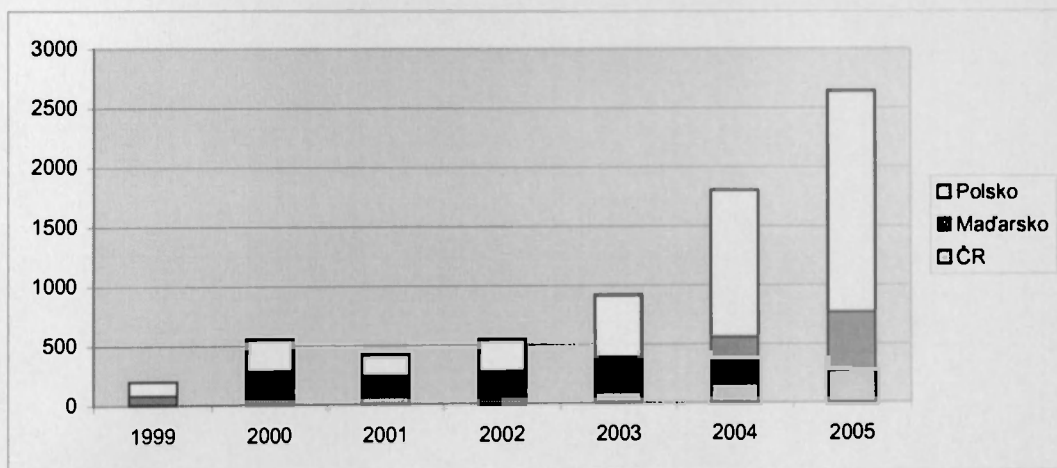
**Graf 31: Vývoj objemu čistých aktiv investičních fondů v Evropské unii**



Zdroj: vlastní výpočty dle dat FEFSI



**Graf 32: Vývoj objemu čistých aktiv investičních fondů v České republice, Maďarsku a Polsku**



Zdroj: vlastní výpočty dle dat FEFSI