

Projekt maximalizace majetku klientů prostřednictvím akciových a devizových trhů ve firmě FINANCE Zlín, a.s.

Bc. Eva Mikulčíková



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav podnikové ekonomiky
akademický rok: 2004/2005

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Eva MIKULČÍKOVÁ**
Studijní program: **N 6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Podniková ekonomika**

Téma práce: **Projekt maximalizace majetku klientů
prostřednictvím akciových a devizových trhů ve
firmě FINANCE Zlín, a.s.**

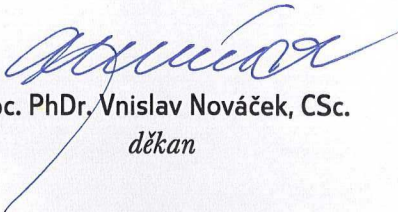
Zásady pro vypracování:

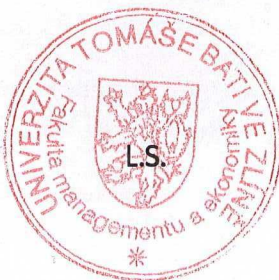
- 1. Vymezte rámec aktuálních projektových příležitostí zhodnocení majetku klientů, definujte ideu a hypotézu projektového řešení.**
- 2. Konfrontujte záměr ideje a hypotézy, dostupné literární prameny z oblastí kapitálových trhů spolu se zpracovanou analýzou k podpoře projektového řešení.**
- 3. Zpracujte syntézu poznatků vyplývajících z bodu 2.**
- 4. Formulujte diagnózu projektu jako určující východisko pro jeho zpracování.**
- 5. Vypracujte projekt financování investičního záměru s důrazem na cíl organizace.**
- 6. Verifikujte projektové řešení v návaznosti na bod 5.**
- 7. Prezentujte a zdůvodněte efektivnost daného projektového řešení spolu se závěrečným doporučením pro klienty FINANCE Zlín, a.s.**

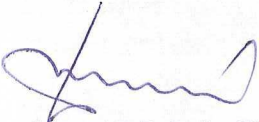
Rozsah práce: **70 stran**
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**
Seznam odborné literatury:
Dle doporučení vedoucího diplomové práce.

Vedoucí diplomové práce: **doc. Ing. Miloš Král, CSc.**
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: **7. března 2005**
Termín odevzdání diplomové práce: **13. května 2005**

Ve Zlíně dne 21. února 2005


doc. PhDr. Václav Nováček, CSc.
děkan




prof. Ing. Jiří Polách, CSc.
ředitel ústavu

ABSTRAKT

Ve svém projektu se nejprve opírám o syntézu poznatků teoretického charakteru a vymezením jednotlivých příležitostí možných investic na finančním trhu. Je zde popsán český burzovní systém, funkce jeho orgánů a možná rizika, se kterými se investor může setkat. Teorie optimálního portfolia a jeho sestavení, dále metody analyzování akcií a měnových forwardů, je konfrontována se skutečným fungováním trhu. Analýza makroekonomických dat a zjištění skutečné hodnoty akcií nemusí vždy znamenat predikci směru vývoje aktiva, což je zřejmě specifikum východoevropských kapitálových trhů spíše než trhů ve vyspělých ekonomikách.

Klíčové slova: burza, devizy, forwardové operace, spot, akcie

ABSTRACT

My master thesis is based on the synthesis of the theory and on the outline of the separate opportunities for the investment at the financial stock market. I describe the principles of the Czech stock exchange market, its institutions, possible risks that the investor may experience. The theory of the optimum portfolio and its construction, the methods to analyze the stock value and foreign-exchange forward contracts, is confronted with the real market situation and development. The analysis based on the macroeconomic data and the real stock value evaluation does not necessarily indicate the forecast of the asset trends. That is more specific for the East-European markets rather than the traditional economic systems.

Keywords: Stock Market Exchange, exchange, forward operation, spot, stock

Motto:

„Nakupte si pár dobrých akcií a balíček prášků na spaní – po několika letech se znovu probudíte a jste boháč!“

André Kostolány

PODĚKOVÁNÍ: Touto cestou bych chtěla poděkovat Mgr. Josefu Hrubošovi a své rodině za trpělivost a morální podporu, Ing. Jozefu Říhovi za technickou podporu a pomoc, doc. Ing. Miloši Kráľovi, CSc. za cenné rady a Ing. Janu Machovi, který mi umožnil seznámit se s praktickými poznatky ve firmě FINANCE Zlín, a. s.

OBSAH

ÚVOD.....	8
I. TEORETICKÁ ČÁST.....	9
1 FINANČNÍ TRHY.....	10
1.1 HLEDISKO ÚČASTNÍKŮ.....	10
1.2 HLEDISKO NÁSTROJŮ.....	10
1.2.1 Trh cenných papírů.....	10
1.3 VĚCNÉ HLEDISKO.....	11
1.3.1 Kapitálový trh	11
1.4 AKCIOVÉ INSTRUMENTY.....	12
1.5 SEKUNDÁRNÍ TRHY.....	12
1.5.1 Burzovní trh	13
1.5.2 Mimoburzovní sekundární trhy.....	13
1.6 SEKUNDÁRNÍ TRHY V ČESKÉ REPUBLICE.....	14
1.6.1 Burza cenných papírů Praha, a. s. (BCPP)	14
1.6.2 UNIVYC.....	15
1.7 KOMISE PRO CENNÉ PAPÍRY.....	15
1.8 ČESKÝ MIMOBURZOVNÍ SYSTÉM.....	15
1.8.1 RM-Systém, a. s. (RM-S)	16
2 FINANČNÍ INVESTOVÁNÍ.....	17
2.1 ROZDĚLENÍ INVESTIC.....	17
2.2 REÁLNÉ INVESTICE.....	17
2.3 FINANČNÍ INVESTICE.....	17
2.4 PODSTATA FINANČNÍHO INVESTIČNÍHO PROCESU.....	17
2.5 ZÁKLADNÍ FÁZE PROCESU INVESTOVÁNÍ.....	17
2.5.1 Volba strategie (investičního záměru).....	18
2.5.2 Analýza dokumentů finančních trhů.....	18
2.5.3 Sestavení portfolia.....	18
2.5.4 Revize a hodnocení výkonnosti portfolia.....	19
2.6 INFORMACE NEZBYTNÉ K ROZHODOVÁNÍ NA KAPITÁLOVÝCH TRZÍCH	19
2.7 INFORMACE O CENÁCH A VÝNOSECH DOKUMENTŮ KAPITÁLOVÝCH TRHŮ.....	19
2.7.1 Některé klíčové faktory P/E.....	20
3 DRUHY RIZIK.....	21
3.1 RIZIKO BANKROTU.....	21
3.2 RIZIKO PLYNOUCÍ ZE ZMĚN ÚROKOVÝCH MĚR.....	21

3.3	TRŽNÍ RIZIKA.....	21
3.4	RIZIKA LIDSKÝCH ZDROJŮ.....	21
3.5	INFLAČNÍ RIZIKA.....	21
3.6	RIZIKO LIKVIDITY.....	22
3.7	POLITICKÁ RIZIKA.....	22
3.8	OPČNÍ RIZIKA.....	22
3.9	RIZIKO KONVERZE.....	22
4	TEORIE PORTFOLIA.....	23
4.1	MARKOWITZŮV MODEL.....	23
4.1.1	Riziko portfolia.....	23
4.1.2	Křivky indiference.....	25
4.1.3	Efektivní portfolio.....	26
4.1.4	Výběr optimálního portfolia.....	26
4.1.5	Umožnění různých sazeb pro vypůjčování a zapůjčování.....	26
5	METODY ANALYZOVÁNÍ AKCIÍ.....	27
5.1	MAKROEKONOMICKÉ VELIČINY A AKCIOVÉ KURSY.....	27
5.2	Vliv vybraných makroekonomických veličin na chování investorů:.....	27
5.2.1	Odvětvové faktory a akciové kurzy.....	28
5.3	Dvě skupiny investorů:.....	29
6	STRATEGIE ŘÍZENÍ DEVIZOVÉHO RIZIKA.....	30
6.1	DEFINICE DERIVÁTŮ PODLE US GAAP.....	30
6.1.1	Měnový forward.....	31
II.	ANALYTICKÁ ČÁST.....	32
7	ANALÝZA PŘÍLEŽITOSTÍ K INVESTOVÁNÍ V ČR.....	33
7.1	ANALÝZA MAKROEKONOMICKÝCH ÚDAJŮ ZA ROK 2002 A 1Q 2003.....	33
7.1.1	Ekonomický růst.....	34
7.1.2	Inflace.....	35
7.1.3	Veřejné finance	35
7.1.4	Měnová politika	36
7.1.5	Měnový kurz	36
7.2	ANALÝZA VYBRANÝCH ČESKÝCH AKCIÍ.....	39
7.2.1	ČEZ, a. s. – analýza pro rok 2003.....	39
7.2.2	Lafarge Cement, a. s.....	41
7.2.3	Český Telecom, a. s.	42
7.2.4	Unipetrol.....	44
8	VÝVOJ EKONOMIKY USA V ROCE 2003.....	46

8.1	DEVALVACE DOLARU.....	46
8.2	AKCIOVÉ TRHY.....	49
9	VÝCHODISKA PRO PROJEKTOVOU ČÁST.....	51
III.	PROJEKTOVÁ ČÁST.....	52
10	INVESTICE DO NEMOVITOSTI.....	53
10.1	PRŮBĚH.....	53
10.2	RIZIKA PROJEKTU.....	53
10.3	VÝSLEDEK ZHODNOCENÍ NEMOVITOSTI.....	53
11	INVESTICE DO ČESKÝCH AKCIÍ.....	54
11.1	PRŮBĚH.....	54
11.2	RIZIKA INVESTICE DO AKCIÍ	58
11.2.1	Squeeze-out ve schvalování poslanecké sněmovny.....	59
11.2.2	RM-S versus obchodník s cennými papíry.....	61
11.3	PROFIL SPOLEČNOSTI.....	62
11.3.1	Historie	62
11.3.2	Aktivita společnosti	62
11.4	VÝSLEDKY ZHODNOCENÍ INVESTICE DO CENNÝCH PAPÍRŮ.....	63
12	INVESTICE DO DERIVÁTŮ.....	65
12.1	PRŮBĚH.....	65
12.2	RIZIKA DERIVÁTOVÝCH OPERACÍ NA MĚNY.....	69
12.3	ZHODNOCENÍ INVESTIC DO DEVIZOVÝCH FORWARDŮ.....	70
12.4	ZHODNOCENÍ CELKOVÉ INVESTICE.....	71
	ZÁVĚR.....	73
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	74
	DOPORUČENÉ ZDROJE.....	76
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	77
	SEZNAM OBRÁZKŮ.....	78
	SEZNAM TABULEK.....	79

ÚVOD

Největším objemem volných finančních prostředků v každé ekonomice disponují, jak známo, domácnosti. Právě tyto subjekty stojí před problémem jak své volné prostředky co nejefektivněji zhodnotit. Zdálo by se, že ochota laické veřejnosti mít svůj majetek jinde, než uvnitř velké banky, nejlépe pod dozorem státu a navíc zajištěný Garančním fondem, je téměř nulová. Malý český investor, nejprve vyškolený nepovedenou kuponovou privatizací, později podvedený „super výhodnou“ investicí do nejrozumnějších „letadel“ a Harvardských fondů, už dávno ztratil iluze o nesmyslně vysokých úrocích v kampaňce a nakonec přišel o nemalou část svých úspor v sérii krachů českých bank a to vše za nečinného přihlížení a tichého souhlasu české exekutivy, legislativy a ČNB. Útěchu nepřináší ani fakt, že všechny postkomunistické země jsou na tom zhruba stejně, co se týče nedostatečných zákonů, reálnou potřebou zahraničního kapitálu a pesimismem, který nahradil počáteční přehnaný optimismus.

Je zajímavé sledovat, jak se během uplynulých patnáct let formoval český kapitálový trh i znalosti laické veřejnosti a zájem o tuto problematiku. Zatímco lidé neznali problematiku a odchovaní plánovaným hospodářstvím světili své peníze „odborníkům“ ve fondech, což byl případ i mého otce, jiní se vrhli do víru burzy na vlastní pěst a na pobočkách RMS utvořili dlouhé fronty ziskuchtivých diků. Poté, co jsem na vlastní oči zhlédla, jak v německých, švýcarských a českých fondech a investičních společnostech zhodnotili naše rodinné finance s výslednou ztrátou -57% , rozhodla jsem se realizovat projekt a sama navrhnout strategii dalšího postupu a timingu investic. Ve své diplomové práci shrnuji průběh dvouletého obchodování na finančních trzích. I přes neustálá překvapení způsobená neúnavnou pílí českých zákonodárců nasměřovanou proti minoritním akcionářům, přes neskutečné zvyšování poplatků ze strany bank, jsem neztratila chuť a víru v to, že dokážu zhodnotit své peníze sama.

Období trvání projektu je z hlediska svého vývoje unikátní a nárůst hodnoty portfolia v takové míře byl umožněn jen díky radikálním změnám celého systému. Díky cyklickému vývoji ekonomických jevů lze očekávat v příštím období zpomalení růstu nebo dokonce pokles. Aby došlo ke stejně vysokému zhodnocení investice, bude nutná změna strategie a instrumentů.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 FINANČNÍ TRHY

Obchodování s finančními prostředky – penězi – se uskutečňuje na finančních trzích. Základní funkcí finančních trhů je umožnit tok finančních prostředků mezi jednotlivými subjekty. Na finančních trzích vystupují:

- Subjekty přebytkové, které nabízejí finanční prostředky (spořitelny, banky, investiční a podílové fondy, pojišťovny, domácnosti atd.)
- Subjekty schodkové, které mají nedostatek finančních prostředků (veřejný sektor, podnikatelská sféra atd.)

K podrobnějšímu členění finančních trhů lze využít více hledisek:

1.1 Hledisko účastníků

- Bankovní trhy.
- Mezibankovní trhy.
- Burzovní trhy.
- Meziburzovní trhy.

1.2 Hledisko nástrojů

- Úvěrové trhy.
- Trhy cenných papírů.
- Devizové trhy.

1.2.1 Trh cenných papírů

Trhem cenných papírů rozumíme systém ekonomických vztahů a institucí zprostředkujících soustředění, alokaci a realokaci volných peněžních prostředků prostřednictvím cenných papírů nebo instrumentů, které jsou odvozeny od různých druhů finančních instrumentů (finanční deriváty).

Trhy cenných papírů můžeme klasifikovat podle velkého počtu charakteristik jako např. druh obchodovaných finančních instrumentů, technika obchodování nebo umístění trhu.

Trhy cenných papírů je možné rozdělovat podle obchodovaných instrumentů na:

- akciové trhy, kde se obchoduje s různými druhy akcií,

- trhy dluhopisů, kde předmětem transakcí jsou vládní, bankovní nebo podnikové dluhopisy, které mohou mít charakter pevně zúročitelných dluhopisů, pohyblivě zúročitelných dluhopisů, konvertibilních dluhopisů, opčních dluhopisů nebo různých dalších modifikací,
- trhy finančních derivátů, které velmi expandují v posledních letech ve vyspělých i rozvojových státech. Za základní druhy finančních derivátů můžeme považovat opce, financial futures a swapové obchody.[8]

1.3 Věcné hledisko

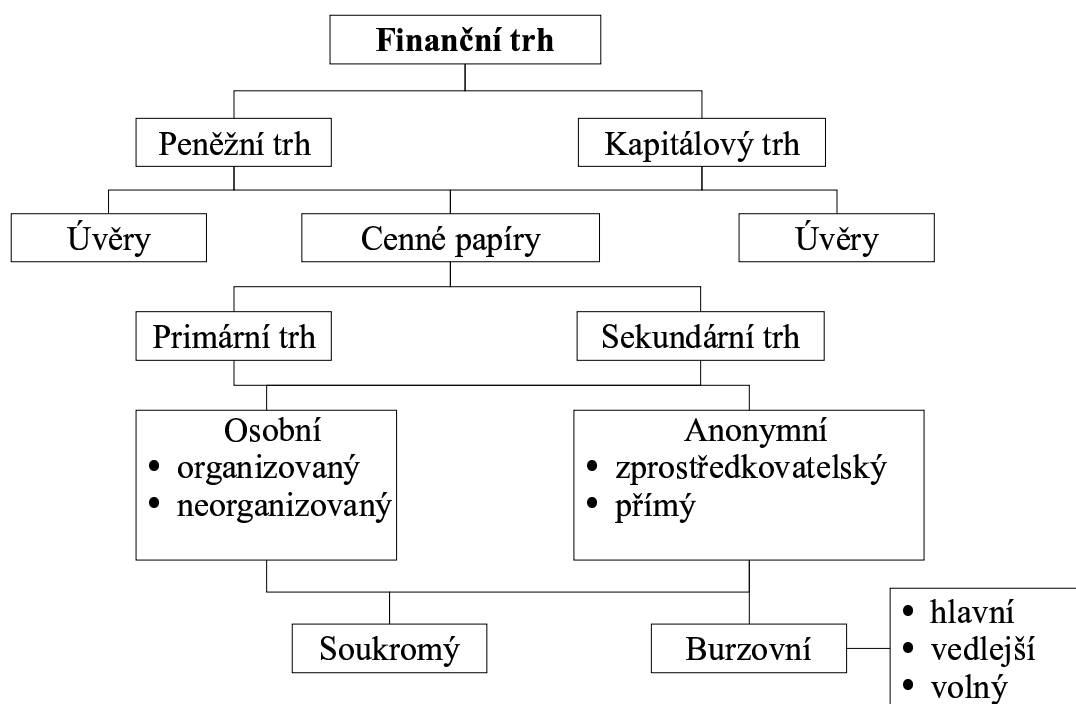
- Peněžní trhy – trhy s finančními nástroji obvykle do 1 roku.
- Kapitálové trhy – trhy s finančními nástroji se splatností delší než jeden rok.
- Devizové trhy – trhy s cizími měnami.
- Komoditní trhy – trhy s komoditami, např. s cennými kovy, zemědělskými produkty, atd. [9]

1.3.1 Kapitálový trh

Zajišťuje především přesun kapitálu z jedné rukou do druhé, jinak řečeno z rukou těch, kteří nabízejí uvolněné finanční prostředky do rukou těch, kteří poptávají tyto prostředky (např. k financování rozvoje své společnosti).

Střetávání této nabídky a poptávky zprostředkovává *burza*, a to především z důvodu zajištění určitých pravidel, garancí a jistoty pro investory. V České republice je nejvýznamnějším organizátorem kapitálového trhu *Burza cenných papírů Praha, a. s.* Vychází z tzv. členského principu, neboli obchodovat na ní lze jen prostřednictvím členů burzy. Kdo jsou další subjekty na českém kapitálovém trhu?

- Komise pro cenné papíry coby regulátor,
- obchodníci s cennými papíry (Asociace obchodníků s cennými papíry),
- investiční společnosti a fondy (Unie investičních společností České republiky – UNIS ČR),
- banky,
- brokerské společnosti a makléři.



Obr. 1. Schéma finančního trhu [9]

1.4 Akciové instrumenty

Ve vyspělých státech jsou akciové společnosti převládající právní formou firem s naprosto rozhodujícím podílem na průmyslové výrobě, obchodu a peněžnictví. Je však rovněž nutné uvést, že ve většině vyspělých států je jen malá část akciových společností charakteru veřejných společností, tzn. takových, jejichž akcie jsou obchodovány na sekundárních trzích. Akcionářem se může stát kdokoli tím, že si koupí akcii na sekundárním trhu. Naopak akcie soukromých (uzavřených) akciových společností jsou ve vlastnictví omezeného okruhu osob a majitelé neumožňují volný oběh akcií.

Přirozeně akciová forma podnikání má kromě svých výhod i některé nevýhody. Za největší nevýhodu lze považovat potenciální konflikt mezi akcionáři a managementem společnosti. Za další nevýhody lze považovat vysoké informační náklady, v některých případech i zvýšenou regulaci ze strany státu a vyšší zdanění.

V České republice charakterizuje akciovou společnost obchodní zákoník jako „...společnost, jejíž základní kapitál je rozvržen na určitý počet akcií o určité jmenovité hodnotě...“ (Obchodní zákoník č. 513/1991 Sb., ve znění pozdějších změn a doplňků, §154, odst. 1.) [8]

1.5 Sekundární trhy

Investiční zprostředkovatelé mohou realizovat obchody s cennými papíry na:

- burzovním trhu,
- mimoburzovním trhu.

1.5.1 Burzovní trh

je zvláštním způsobem organizované shromáždění osob, které probíhá na burzovním parketu (prezenční burza), nebo se uskutečňuje prostřednictvím počítačového systému (elektronická burza). Na burzovním trhu probíhají obchody podle burzovních zákonů, pravidel a jsou stanoveny podmínky pro připuštění cenných papírů. Institucionální uspořádání burzovních trhů se v jednotlivých státech výrazně odlišuje, a to zejména z historických, ekonomických, regulatorních a politických důvodů.

Na jednotlivých světových burzách se používají různé techniky uzavírání burzovních obchodů. Obchody mohou být uzavírány buď prezenčně, nebo elektronicky. Prezenční burzy představují klasickou techniku obchodování, při kterém se burzovní účastníci scházejí ve stanovenou dobu na burzovním parketu, kde vzájemně uzavírají burzovní obchody. Z hlediska role burzovních zprostředkovatelů a způsobu a četnosti stanovení burzovních kursů lze rozlišovat následující modely prezenčních burz:

- systém řízený příkazy,
- systém řízený cenou,
- aukční systém.

Elektronické burzovní obchodní systémy vystupují v různých formách, přičemž můžeme rozlišovat:

- systém řízený kvótami,
- systém centrální objednávkové knihy,
- systém jednotné cenové aukce,
- kombinovaný obchodní systém.

1.5.2 Mimoburzovní sekundární trhy

V posledních letech můžeme pozorovat trend ke zvyšování významu mimoburzovních obchodů s dluhopisy, akciemi malých a středních společností. Investiční zprostředkovatelé využívají mimoburzovní trhy zpravidla pro realizaci akvizičních nebo blokových obchodů.

1.6 Sekundární trhy v České republice

Burzovní systém v ČR se skládá z BCPP, kde existují v podstatě dva typy trhů: SPAD a AOS/KOBOS. Ve SPADu se obchoduje v pevně stanoveném množství kusů akcií, tzv. loty. Počet kusů v lotu se liší podle druhu cenných papírů. Nejmenší objem obchodu byl na emisi akcií Unipetrolu, a to kolem 2,5 mil. Kč (1 lot = 20 000 ks, později však díky nárůstu ceny aktiva bylo rozhodnuto o rozpůlení tohoto množství, to znamená, že vznikl lot o počtu 10 000 ks). V AOS/KOBOSu není stanoveno minimální množství. Denní objemy obchodu jsou zde menší a obchodují zde především drobní akcionáři. Celému systému a trhu dozoruje Komise pro cenné papíry, která působí jako regulátor.

1.6.1 Burza cenných papírů Praha, a. s. (BCPP)

BCPP je založena na členském principu, přičemž oprávnění k obchodování mají pouze její členové. Členem burzy může být pouze právnická osoba, která má podle zákona o cenných papírech (1992) povolení k obchodování s cennými papíry, splňuje podmínky členství a je buď akcionářem burzy, nebo je přijata burzovní komorou za člena burzy. K nákupu a prodeji cenných papírů na burze je oprávněna také Česká národní banka. O přijetí za členy BCPP rozhoduje burzovní komora na základě doporučení burzovního výboru pro členské otázky. Člen burzy vystupuje vždy vlastním jménem prostřednictvím svého makléře, který jedná jménem člena burzy. Burzovní člen je oprávněn obchodovat na BCPP pouze za situace, že je současně členem Garančního fondu burzy (GFB). Peněžní prostředky GFB kryjí rizika vyplývající z vypořádání burzovních obchodů. Burzovní člen, který poruší své povinnosti dané právními předpisy, je potrestán peněžitou pokutou, pozastavením členství nebo zrušením členství.

Na Burze cenných papírů se v současné době uzavírají pouze promptní obchody, které se uskutečňují na trhu:

- hlavním,
- vedlejším,
- volném,
- novém.

Na BCPP se v současné době realizují tři základní typy obchodů:

- automatické obchody,
- obchodování v Systému pro podporu akcií a dluhopisů,

- blokové obchody.

1.6.2 UNIVYC

Vlastní vypořádání burzovních transakcí zajišťuje dceřiná společnost burzy UNIVYC, a. s. (UNIVERzální VYpořádací Centrum). Tato společnost organizuje nejen vypořádání burzovních obchodů, ale také vypořádání mimoburzovních obchodů, úschovu a správu listinných cenných papírů, půjčování cenných papírů a správu a řízení vkladů účastníků v Garančním fondu burzy.

Vypořádání burzovních obchodů uzavřených na centrálním trhu se uskutečňuje průběžným způsobem třetí pracovní den následující po burzovním dni (T+3), a to na základě dodání cenných papírů proti jejich zaplacení. Peněžní vyrovnání je prováděno prostřednictvím Clearingového centra České národní banky (CC ČNB), a to prostřednictvím clearingových bank. UNIVYC zadává příkazy k převodům peněžních prostředků na účtech členů burzy jako třetí strana. Registraci změny majitele cenného papíru v evidenci Střediska cenných papírů, který byl obchodován na burze, uskutečňuje Středisko cenných papírů na základě pokynu UNIVY-Cu. Burza cenných papírů Praha garantuje vypořádání burzovních obchodů, které byly realizovány prostřednictvím centrálního trhu. K zabezpečení závazků a rizik, jež vyplývají z cenotvorných burzovních obchodů, vytvářejí všichni členové burzy Garanční fond burzy, jehož správu zajišťuje UNIVYC.

1.7 Komise pro cenné papíry

Každý efektivní trh s cennými papíry má svého regulátora. V České republice převzala tuto úlohu v dubnu 1998 Komise pro cenné papíry (KCP) jako nástupce Úřadu pro cenné papíry. Stěžejním posláním KCP je sledovat veškeré dění na kapitálovém trhu a jeho případné přestupky postihovat.

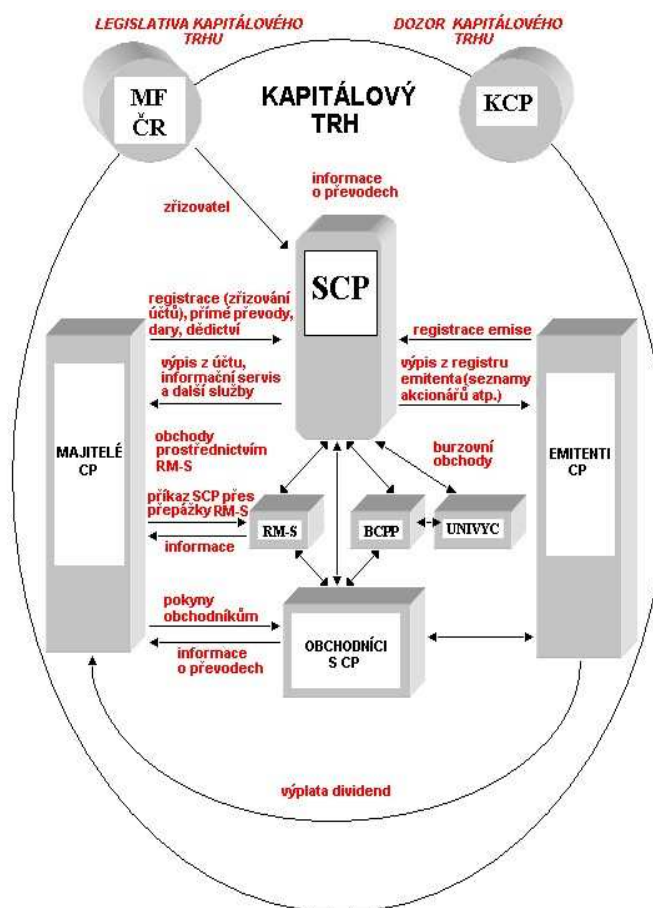
Má také za úkol monitorovat nestandardní transakce, kontrolovat plnění informačních povinností emitentů, podílet se na tvorbě legislativních norem upravujících kapitálový trh, spolupracovat s ostatními subjekty kapitálového trhu, apod. Jejím neméně důležitým úkolem je rovněž udělovat, případně odebírat licence všem účastníkům trhu.

1.8 Český mimoburzovní systém

Mimoburzovní systém se v České republice realizuje jak ve formě neorganizovaného, tak i organizovaného trhu. Dosud provozuje organizovaný mimoburzovní trh v České republice pouze jediný organizátor, a tím je RM-Systém.

1.8.1 RM-System, a. s. (RM-S)

Je stoprocentní dceřinou společností PVT, a. s., přičemž v podstatě vznikl z registračních míst kupónových knížek v rámci projektu kupónové privatizace. RM-S začal organizovat obchodování 24. května 1993. Jedná se o elektronický obchodní systém, který však není založen na členském principu, ale na principu zákaznickém, což umožňuje přímý vstup na sekundární trh všem zaregistrovaným zákazníkům, a to za velmi jednoduchých podmínek. RM-S sám s cennými papíry neobchoduje, nekupuje ani neprodává cenné papíry, ale obchody s nimi pouze organizuje. RM-S organizuje obchodování prostřednictvím *průběžné aukce*, do které jsou zařazeny všechny registrované cenné papíry, jenž jsou zaknihované v SCP a nemající emitentem omezenou převoditelnost. Jestliže je realizován obchod, jsou bezprostředně převáděny cenné papíry a peněžní prostředky (T+0). Při vypořádání obchodů se tedy používá princip dodání cenných papírů proti jejich zaplacení.[8]



Obr. 2. Postavení Střediska cenných papírů v rámci kapitálového trhu¹

¹ SCP Praha [online]. 2005, [cit. 2005-05-16]. Dostupné na: <http://www.scp.cz/wwwscp/default.htm>

2 FINANČNÍ INVESTOVÁNÍ

Investice v nejširším významu znamená obětování jisté dnešní hodnoty s cílem získat nějakou (do jisté míry neurčitou) budoucí hodnotu. Důležitými faktory, které ovlivňují proces investování jsou riziko a čas. Přítomnost je jistá, zatímco odměna v budoucnu jistá není. Naopak, v tomto případě není zaručeno, zda bude vůbec obdržena a pokud ano, neví se s určitostí v jaké výši.[8]

2.1 Rozdělení investic

Investice rozdělujeme do dvou základních skupin:

- Reálné – pořízení investičního majetku, nemovitostí, drahých kovů,
- Finanční – peněžní vklady, depozitní certifikáty, dluhopisy, akcie, pojistky, finanční spoluúčasti, podílové listy, deriváty kapitálového trhu.

2.2 Reálné investice

Tyto investice představují zhmotnělé soubory, ale také soubory nehmotné (software, patenty, licence, know-how atd.). Jedná se především o stroje, budovy, zařízení, sbírky uměleckých předmětů i různé cenné věci. Tato skupina je co se týče schématu méně rozsáhlá ve srovnání se skupinou investic finančních, ale je třeba uvést, že je „cílovou stanicí“ všech finančních investic.

2.3 Finanční investice

Tento druh investic znamená nákup papírových nebo počítačových nároků. Finanční investování je u depozitního, smluvního nebo investičního zprostředkovatele obvykle zaznamenáno formou zápisu do vkladní knížky, zápisu do účtu, který je střadateli či investorovi veden, případně obdržením cenného papíru v materializované podobě. [8]

2.4 Podstata finančního investičního procesu

Investiční proces představuje soubor pravidel, podle kterých by se měl investor řídit při rozhodování, do kterých cenných papírů investovat, jak velká by tato investice měla být a ve které době by měla být uskutečněna.

2.5 Základní fáze procesu investování

Fáze investičního procesu lze rozdělit do čtyř etap:

1. Volba strategie (investičního záměru),
2. Analýza dokumentů finančních trhů,
3. Sestavení portfolia,
4. Revize a hodnocení výkonnosti portfolia.

2.5.1 Volba strategie (investičního záměru)

Tato fáze zahrnuje následující kroky:

- Stanovení investičního záměru (cíle),
- Přesná specifikace množství investovaného kapitálu,
- Stanovení výnosnosti s ohledem na riziko ztráty,
- Analýza daňového postavení investora,
- Výběr finančních instrumentů vhodných k investování.[1]

2.5.2 Analýza dokumentů finančních trhů

V této fázi investor zužuje soubor finančních aktiv vybraných v první fázi procesu. Je známa celá řada způsobů a metod, které se zabývají analýzami různých druhů cenných papírů, dvěmi z nich jsou fundamentální a technická analýza. Obě jmenované jsou nejpoužívanější a nejznámější, vhodné zejména k analýze cen akcií.

2.5.3 Sestavení portfolia

V této fázi se investor musí rozhodnout, do kterých specifických aktiv bude investovat a v jaké míře. Zároveň je třeba provést činnosti, které lze označit takto:

- Selektivita – zaměřuje se na předpovídání cen akcií.
- Časování trhu – zaměřuje se na předpovídání pohybu cen akcií jako celku vzhledem k cenným papírům s pevnými příjmy (např. podnikové obligace).
- Diverzifikace – sestavení portfolia za předpokladu minimalizace rizika za daných podmínek.

2.5.4 Revize a hodnocení výkonnosti portfolia

Revize znamená cyklické opakování všech předchozích kroků, protože investor se může rozhodnout pro jiný investiční záměr a v této souvislosti musí znovu provést nejen analýzu cenných papírů, ale musí také přehodnotit své portfolio.

Hodnocení výkonnosti představuje hodnocení jak dosažených výnosů z investic, tak i míru rizika, se kterým je spojeno. Uvedené charakteristiky lze srovnávat s předem stanovenými standardy.

2.6 Informace nezbytné k rozhodování na kapitálových trzích

Kapitálové trhy poskytují mnoho různých variant investování, nebo naopak získávání kapitálu. Subjekty se mezi těmito možnostmi rozhodují a na základě vlastních nebo cizích zkušeností se snaží vybrat pro ně co nejvýhodnější variantu. Nejběžnějším cílem investování je co největší výnos při nejnížší možné míře rizika. V tomto procesu rozhodování lze správně zvolit pouze na základě dostatku nejrozumnějších údajů, tzv. finančních informací.

2.7 Informace o cenách a výnosech dokumentů kapitálových trhů

Jedná se o zdroje informací, které poskytují údaje o cenách a výnosech dlužných a equityních cenných papírů. Pro investory je nezbytná znalost problematiky kótování, úrokování, sledování nabídky a poptávky jednotlivých cenných papírů a mnoho dalších faktorů.

- a) Informace o cenách a výnosech dlužných cenných papírů – mezi nejdůležitější dlužné cenné papíry obchodovatelné na kapitálových trzích patří obligace. Jedná se o dlužní úpisy s několikaletou splatností a investorovi obvykle zajišťují kupónovou platbu, která je stanovena podle druhu úrokové sazby. Podle toho, jak se mění úroková sazba, mění se i cena obligace.
- b) Informace o výnosech equityních cenných papírů – do této skupiny patří zejména akcie, co do objemu nejvýznamnější druh cenných papírů obchodovaných na kapitálových trzích. K zásadním informacím patří pochopitelně vývoj kurzu. Ten je pravidelně zveřejňován v tisku a na rozdíl od obligací je uváděn v absolutní hodnotě. Další důležité informace o akciích je možné získat použitím akciových analýz.

- c) Informace o emitentech cenných papírů tyto informace zajišťují ve světěrozvinutého kapitálového trhu specializované instituce, např. Moodys, Standard and Pooť's Corp., v podmínkách České republiky se jedná např. o společnost Čekia nebo Czech Rating Agency. Tyto společnosti se zabývají sestavováním tzv. ratingu. Cílem je určit pravděpodobnost, s jakou bude dluh dlužníka splácen věřiteli.
- d) Všeobecné ekonomické a finanční informace – Každá ekonomika má své zvláštnosti a řídí se odlišnými zásadami. Z toho důvodu je nezbytná znalost místních poměrů země, kde se bude investovat. Jedná se zejména o informace o makroekonomických nástrojích vlády, znalost schopností odvětvově příbuzných výrobců apod. Nezbytné je také sledovat vývoj inflace, vývoj peněžní zásoby, devizovou politiku, vývoj úrokových sazeb, hospodářský růst a mnoho dalších ukazatelů.

2.7.1 Některé klíčové faktory P/E

K nejdůležitějším analytickým prvkům ovlivňujícím poměr ceny k výdělkům patří

Faktory plně se promítající ve finančních údajích (hmotné faktory):

- Minulý růst výdělků a prodejů.
- Rentability – míra návratnosti investovaného kapitálu.
- Stabilita minulých výdělků.
- Míra dividend a záznamy plateb.
- Finanční síla nebo úvěrové postavení.

Faktory promítající se v údajích v neurčené míře (nehmotné faktory):

- Kvality řízení.
- Povaha a výhledy odvětví.
- Konkurenční pozice a individuální vyhlídky společnosti. [3]

3 DRUHY RIZIK

Investor, který se rozhoduje na základě svých subjektivních preferencí o umístění kapitálu do různých druhů aktiv, musí věnovat velkou pozornost kvalitě odhadů pravděpodobnostních rozdělení očekávaných výnosových měr, neboť všechna jeho další rozhodnutí budou determinována očekávanými výnosy a s nimi spojenými riziky.

3.1 Riziko bankrotu

Možnost, že firma, do jejíž cenných papírů investor vložil své prostředky, může skončit v úpadku, není nikdy zcela vyloučena. Část tohoto rizika je vždy systematicky spjata s ekonomickým cyklem, jehož průběh ovlivňuje takřka všechny investice.

3.2 Riziko plynoucí ze změn úrokových měr

Výnosy z cenných papírů, které vyjadřují státní dluh, podléhají výrazné variabilitě plynoucí ze změn úrokových měr. Toto lze částečně omezit nákupem pouze krátkodobých obligací (se splatností do jednoho roku).

3.3 Tržní rizika

Zdrojem tohoto rizika je pravidelné střídání býčích a medvědích trendů na kapitálových trzích, které mají tendenci zasahovat takřka všechna aktiva stejným způsobem. Změny trendu z medvědího na býčí předcházejí téměř každou recesi ekonomiky.

3.4 Rizika lidských zdrojů

Vznikají v případech, kdy lidé, jež rozhodují o investování do jednotlivých aktiv a o jejich řízení, nerozhodují dostatečně kvalifikovaně a efektivně, čímž mohou snižovat tržní hodnoty jimi obhospodařovaných aktiv. Typickými příklady jsou nedostatečná zabezpečení proti zásahům vyšší moci (chybějící pojištění proti povodním apod.), ztráta významného klienta, špatný odhad vývoje poptávky atd.

3.5 Inflační rizika

Riziko, jež hrozí vlastníkově aktiva z inflace, plyne z eroze kupní síly peněz, jež sebou tento jev přináší.

3.6 Riziko likvidity

Můžeme tak nazvat tu část celkové variability výnosů aktiva, která souvisí se snižováním prodejní ceny a s poplatky a srážkami, jež je třeba zaplatit, pokud má být aktivum prodáno okamžitě.

3.7 Politická rizika

Nejistota, plynoucí z mocenských bojů jednotlivých politických stran, má za následek variabilitu výnosů z aktiva. Její zdroj tkví v zákonodárných, justičních nebo výkonných složkách státní moci, jež podléhají politickým vlivům.

3.8 Opční rizika

Některé emise dluhopisů a prioritních akcií jsou emitentem vydávány s opcí, umožňující emitentovi svolat emisi a předčasně ji splatit. Zisk emitenta z této operace jde na úkor investorů, kteří měli smůlu, že svolatelnou emisi vlastnili.

3.9 Riziko konverze

Představuje tu část celkového rizika, vyvolanou možností konverze dluhopisu nebo prioritní akcie na běžnou kmenovou akcii. [7]

4 TEORIE PORTFOLIA

4.1 Markowitzův model

V roce 1952 publikoval Harry Markowitz článek Portfolio Selection, „který je všeobecně považován za začátek nového přístupu k investování na základě moderní teorie portfolia.“

Markowitzův přístup k investování je založen na předpokladu, že výnosnosti cenných papírů jsou náhodné veličiny. Stejně jako náhodné veličiny, výnosnosti cenných papírů mohou být porovnávány zkoumáním jejich momentů. Markowitz doporučil, aby investor sledoval dva z těchto momentů – očekávanou výnosnost a směrodatnou odchylku výnosnosti. To znamená, že pro každou množinu portfolií by měl investor stanovit očekávanou výnosnost a směrodatnou odchylku výnosnosti přidruženou každému portfoliu. Teprve potom může učinit kvalifikované rozhodnutí, které portfolio nakoupit. Toto rozhodnutí by se mělo opírat o investory postoje k riziku a výnosnosti, které je možno vyjádřit jeho křivkami indiference.[17]

4.1.1 Riziko portfolia

Riziko portfolia není určováno pouze váženým průměrem rizik v portfoliu obsažených instrumentů, nýbrž je také ovlivňováno vzájemným vztahem jejich výnosů. Pokud předpokládáme, že portfolio obsahuje dva instrumenty, pak jeho riziko pomocí směrodatné odchylky vyjádříme následujícím způsobem:

$$\sigma_p = \sqrt{(X_1^2 \sigma_1^2 + X_2^2 \sigma_2^2 + 2 X_1 X_2 r_{12} \sigma_1 \sigma_2)} \quad (1)$$

kde σ_p je směrodatná odchylka (riziko) portfolia,

X_1 je podíl 1. investice v portfoliu,

σ_1^2 je rozptyl prognózovaných výnosů 1. investice,

X_2 je podíl 2. investice v portfoliu,

σ_2^2 je rozptyl prognózovaných výnosů 2. investice,

r_{12} je korelační koeficient,

σ_1 je směrodatná odchylka 1. investice,

σ_2 je směrodatná odchylka 2. investice.

Korelační koeficient měří vzájemný vztah mezi dvěma investicemi.

$$r_{12} = \frac{\text{cov}_{12}}{\sigma_1 \sigma_2} \quad (2)$$

kde r_{12} je korelační koeficient 1. a 2. investice,
 cov_{12} je kovariance,
 σ_1 je směrodatná odchylka 1. investice,
 σ_2 je směrodatná odchylka 2. investice.

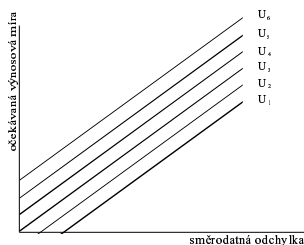
Korelační koeficient může nabývat hodnot od -1 do +1. Při definování korelačního koeficientu jsme použili *kovarianci*, která vyjadřuje absolutní měřítko směru vzájemného pohybu investic. Následující vzorec představuje matematický zápis kovariance mezi 1. a 2. investicí:

$$\text{cov}_{12} = \sum [r_{i1} - E(r_1)][r_{i2} - E(r_2)] P_i \quad (3)$$

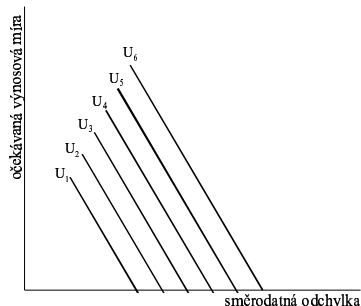
kde cov_{12} je kovariance,
 r_{i1} jsou prognózované jednotlivé výnosové míry z 1. investice,
 $E(r_1)$ je průměrná očekávaná výnosová míra z 1. investice,
 r_{i2} jsou prognózované jednotlivé výnosové míry z 2. investice,
 $E(r_2)$ je průměrná očekávaná výnosová míra z 2. investice,
 P_i je pravděpodobnost výskytu jednotlivých prognózovaných výnosových měr.

Kovariance může mít:

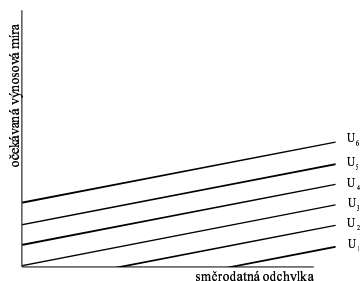
- pozitivní hodnotu, což znamená, že se výnos z obou investic pohybuje stejným směrem,
- negativní hodnotu, která vyjadřuje inverzní vztah mezi výnosy z těchto investic,
- nulovou hodnotu, což značí, že se výnosy z obou investic pohybují nezávisle. [8]



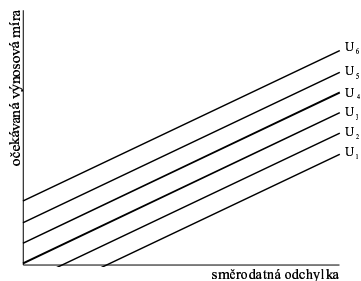
Obr. 3. Investor s vysokou
 averzí vůči riziku [8]



Obr. 5. Investor vyhledávající
 riziko [8]



Obr. 4. Investor s nízkou
 averzí vůči riziku [8]



Obr. 6. Investor s umírněnou
 averzí vůči riziku [8]

4.1.2 Křivky indiference

Metoda, která se používá při výběru nejžádanějšího portfolia, využívá křivek indiference. Křivky indiference znázorňují investory preference výnosnosti a rizika. Mohou být znázorněny v obrázku, kde na horizontální ose je znázorněno riziko měřené směrodatnou odchylkou (σ_p) a na ose vertikální odměna měřená očekávanou výnosností ($\bar{r}_p$).

Investor by si měl vybrat portfolio, které leží na nejvýše položené křivce indiference. Budou-li dána portfolia se stejnou směrodatnou odchylkou, potom si investor vybere portfolio s vyšší očekávanou výnosností a naopak, budou-li dána portfolia se stejným očekávaným výnosem, vybere si investor to portfolio, které má menší směrodatnou odchylku.

Výnosnost portfolia

Portfolio je soubor cenných papírů. Očekávaná výnosnost a směrodatná odchylka celého portfolia závisí na očekávané výnosnosti a směrodatné odchylce každého cenného papíru obsaženého v portfoliu.

Výnosnost cenného papíru za určité období lze vypočítat takto:

$$\text{Výnosnost} = \frac{\text{bohatství na konci období} - \text{bohatství na začátku období}}{\text{bohatství na začátku období}} \quad (4)$$

Předpokládejme, že investor může alokovat kapitál do N různých příležitostí, kde

každou z nich ocení jejím očekávaným výnosem n a rizikem 05 . Pro očekávaný výnos portfolia potom platí:

$$\bar{r}_p = \sum_{i=1}^N X_i \bar{r}_i \quad (5)$$

kde:

$\bar{r}_p$ = očekávaná výnosnost portfolia

X_i = proporce počáteční hodnoty portfolia investovaná do cenného papíru i

$\bar{r}_i$ = očekávaná výnosnost cenného papíru i

N = počet cenných papírů v portfoliu

4.1.3 Efektivní portfolio

Přípustná množina představuje množinu všech portfolií, která mohou být vytvořena ze skupiny N cenných papírů. Všechna možná portfolia, která mohou být vytvořena z N cenných papírů, leží buď uvnitř přípustné množiny nebo na její hranici. Na přípustné množině leží efektivní portfolia.

Efektivní portfolio je portfolio, která poskytuje nejvyšší očekávaný výnos při dané směrodatné odchylce nebo nejnižší směrodatnou odchylku při daném výnosu.

4.1.4 Výběr optimálního portfolia

Investor by měl své křivky indiference nakreslit do stejného obrázku jako efektivní množinu a potom vybrat takové portfolio, které leží na křivce indiference, jež je umístěna nejvýše vlevo.

4.1.5 Umožnění různých sazeb pro vypůjčování a zapůjčování

Úrokové sazby pro zapůjčování a vypůjčování se však liší. Úroková sazba, za kterou si investor může vypůjčit peníze bývá vyšší než sazba, kterou může obdržet při investování do bezrizikového aktiva.

Platí-li: $r_{fB} > r_{fL}$

Efektivní množina potom bude tvořena třemi různými, spojenými částmi:

1. úsečka z r_{fB} do T_L reprezentuje různé částky bezrizikového půjčování v kombinaci s investováním do portfolia různých rizikových aktiv označeného T_L ,
2. zakřivená čára z T_L do T_B představuje různá riziková portfolia na efektivní množině.
3. polopřímka z bodu T_B : zde leží různé vypůjčené částky kombinované s investováním do rizikového portfolia označeného T_B .

5 METODY ANALYZOVÁNÍ AKCIÍ

V zásadě existují tři základní metody pro analyzování a výběr akciových instrumentů:

- Fundamentální analýza,
- Technická analýza,
- Psychologická analýza.

Kdy je akcie cenově výhodná? Klesl již kurz akcie tak hluboko, že akcie je na trhu podhodnocená, nebo je kurz na trhu ještě nadhodnocen? Právě na zodpovězení těchto otázek je založená fundamentální analýza. Naopak techničtí analytici se omezují na odhalení vzestupného či sestupného akciového trendu. Zastánci psychologické strategie odmítají postuláty jak technické, tak fundamentální analýzy a raději se snaží analyzovat především chování investičního publika. [2]

5.1 Makroekonomické veličiny a akciové kursy

Mezi základní makroekonomické veličiny, které je nutno při fundamentální analýze posuzovat patří inflace, nezaměstnanost, hrubý domácí produkt, výška úrokové sazby, obchodní bilance dané země apod. Další významnou oblastí je vliv vládní politiky, tzn. spotřeba a daně, dále vliv ekonomických a politických šoků, a také mezinárodní pohyb kapitálu v rámci světových trhů.

Každý investor potřebuje ke svému rozhodnutí tyto čtyři základní exogenní veličiny:

- Potenciální výstup ekonomiky (PY)
- Změny peněžní nabídky (+, - M),
- Změny ve vládních výdajích (+, - G),
- Daně korporací (Te).

5.2 Vliv vybraných makroekonomických veličin na chování investorů:

Zdanění – změna daňového zatížení výnosů z investičních instrumentů výrazně mění chování investorů na investičních trzích. Snížení zdanění výnosů akciových instrumentů je pozitivním kursotvorným faktorem, poněvadž se zvyšuje čistá hodnota budoucích peněžních příjmů.

Deficit státního rozpočtu – nárůst deficitu státního rozpočtu je zpravidla negativní kursotvornou informací. Rozpočtový deficit, financovaný emisí vládních cenných papírů, zvy-

šuje nabídku dluhových instrumentů a způsobuje růst úrokových sazeb, což negativně ovlivňuje akciové kurzy.

Úrokové sazby – změny úrokových sazeb jsou považovány za jeden z nejdůležitějších kurzotvorných faktorů, který ovlivňuje akciové instrumenty. V zásadě platí inverzní vztah: růst úrokových sazeb ovlivňuje akciové trhy negativně a vede k poklesu ceny akcií. Naopak pokles úrokových sazeb představuje příznivou zprávu pro investory, neboť způsobuje růst akciových kurzů.

Inflace – u inflace platí v zásadě také inverzní vztah: růst inflace vyvolává nárůst požadované míry výnosnosti, která vede k poklesu poptávky na kapitálových trzích, z čehož plyne pokles cen akcií a naopak.

Pohyb mezinárodního kapitálu – pohyby spekulativního zahraničního kapitálu mají obrovský vliv na volatilitu akciových kurzů. Příliv kapitálu způsobuje vzestup akciových kurzů, a naopak odliv prostředků do zahraničí má zpravidla na svědomí strmý pokles akciových kurzů.

5.2.1 Odvětvové faktory a akciové kurzy

Po zohlednění makroekonomických faktorů je třeba se soustředit na promítnutí odvětvových faktorů do ohodnocovacích modelů. Těžký průmysl, zemědělství, bankovníctví a pojišťovací průmysl atd. nejsou stejně citlivé na celkový vývoj ekonomiky, existuje různá míra zisku v jednotlivých segmentech ekonomiky, odvětví jsou různě regulována a existují rozdílné perspektivy dalšího rozvoje.

Jednotlivá odvětví jsou rozdílně ovlivňována hospodářským cyklem. Z hlediska citlivosti na konjunkturální vývoj rozlišujeme:

- Cyklická odvětví,
- Neutrální odvětví,
- Anticyklická odvětví.

Podle citlivosti na vývoj jednotlivých fází hospodářského cyklu pak můžeme rozlišit následující typy akcií:

- Cyklické akcie,
- Defenzivní akcie,
- Růstové akcie.

5.3 Dvě skupiny investorů:

- Laičtí investoři, kteří nedokážou správně analyzovat kursotvorné informace. Jsou to analytici amatérského typu. Často se při svých obchodech vůbec nezajímají o vnitřní hodnotu akcie. Proto zpravidla prodávají nebo nakupují v nevhodné tržní situaci.
- Profesionální investoři jsou schopni kvantifikovat vnitřní hodnotu akcie. Snaží se neustále vyhledávat nadhodnocené a podhodnocené tituly a přijímat odpovídající investiční strategii. Tato skupina investorů vytváří tzv. reflekční bariéry kolem skutečné vnitřní hodnoty, které mají horní a dolní hranici. Tržní kurs potom v této bariéře volně fluktuuje [5].

Na akciovém trhu probíhá kontinuální ohodnocovací proces. Tržní cena je exogenní veličinou. Investoři určují vnitřní hodnotu akcie na základě nových informací. Vnitřní hodnota se porovnává s aktuálním kursem. V případě, že tržní kurs je vyšší než vnitřní hodnota, je akcie nadhodnocená a na trhu dojde ke zvýšení prodejních příkazů, což způsobuje pokles tržní ceny akcie a její přiblížení k vnitřní (skutečné) hodnotě. V opačném případě, kdy je tržní kurs nižší než vnitřní hodnota, je akcie podhodnocená, což podnítí investory nakupovat (růst nákupních příkazů), tím zvyšují cenu a ta se opět přibližuje vnitřní hodnotě [9].

6 STRATEGIE ŘÍZENÍ DEVIZOVÉHO RIZIKA

Finanční praxe rozeznává dvě základní strategie řízení devizových rizik ve firmě:

- konzervativní,
- agresivní.

Konzervativní strategie je založena na zabezpečení eliminace všech kurzovních a úvěrových rizik a jejich dopadů do hospodářského výsledku devizového subjektu za přiměřenou cenu (zpravidla 0,5–4 % z celkové hodnoty kontraktu u kurzovních rizik podle druhu použitého produktu). Nepovoluje zaujímání otevřených devizových pozic, ale striktně trvá na jejich úplném uzavření. To znamená, že firma používající tuto strategii řízení devizových rizik, má zájem se orientovat výlučně na svou hlavní produkční činnost a nemíní nechat ohrozit svou existenci ztrátami z otevřených devizových pozic. Základním a jediným cílem tohoto typu firmy je její orientace na vlastní produkční stránky a na tvorbu zisku právě z těchto činností a ze žádných jiných. Pro tuto strategii se také používá označení hedging.

Agresivní strategie je založena na cíleném a cílevědomém vytváření otevřených devizových pozic, a to i nad rámce vlastní produkční činnosti. V praxi to znamená, že taková firma úmyslně a cíleně vytváří svou otevřenou devizovou pozici s cílem dosažení mimořádného zisku z devizových operací, a to i nad rámec pokrytí vlastních vývozních, dovozních nebo úvěrových potřeb. Lze ji efektivně použít dokonce i u firem, které se vůbec neúčastní mezinárodní směny, ale disponují dočasně volnými finančními zdroji, pro které pro jejich okamžité zhodnocení tyto firmy využijí momentálně výhodnější podmínky k jejich zhodnocení v zahraničí ve srovnání s podmínkami uvnitř národní ekonomiky. Takováto firma vychází z dobré informovanosti v určitém segmentu světových devizových trhů a tyto své informace také komerčně realizuje ve formě mimořádných zisků z devizových operací, které nemají žádnou materiální oporu v její vlastní produkční činnosti. Tato strategie se také někdy označuje jako strategie spekulací. [6]

6.1 Definice derivátů podle US GAAP

Derivát je finančním nástrojem či jiným kontraktem současně s třemi vlastnostmi:

- a. Má (1) jednu či více podkladových proměnných (underlyings) a (2) jednu či více jmenovitých hodnot (notional amounts, face amount) či platebních ustanovení (payment provisions) či obou. Tyto podmínky určují vypořádací částku či vypořádací částky a v některých případech tyto podmínky určují, zda se požaduje či nepožaduje vypořádání.[10]

Nevyžaduje počáteční čistou investici či vyžaduje počáteční čistou investici, která je nižší, než by se požadovalo u jiných kontraktů s podobnými reakcemi na změny tržních faktorů.

Jeho podmínky požadují či umožňují čisté vypořádání. Může být snadno čistě vypořádán prostředky mimo kontrakt či dojde k dodávce aktiva, při které není příjemce v pozici podstatně odlišné od čistého vypořádání.

Podkladová proměnná, jmenovitá hodnota a platební ustanovení. Podkladová proměnná je určitá úroková míra, cena cenného papíru, cena komodity, měnový kurz, index cen či kurzů či jiná proměnná. Podkladová proměnná může být cena či kurz aktiva či závazku, ale není to přímo aktivum či závazek. Jmenovitá hodnota je počet měnových jednotek, akcií, bušlů, liber či jiných jednotek určených v kontraktu. Vypořádání derivátů s jmenovitou hodnotou je určeno vztahem jmenovité hodnoty a podkladové proměnné. Vztah může být jednoduchý či se může jednat o vzorec s pákovými faktory či jinými konstantami. Platební ustanovení určují pevnou či určitou vypořádací částku pro případ, že podkladová proměnná se chová určitým způsobem. [4]

6.1.1 Měnový forward

Měnový forward je forward na výměnu pevné částky hotovosti v jedné měně za pevnou částku hotovosti v jiné měně k určitému datu v budoucnosti. Dohodnutý měnový kurz se označuje jako forwardový měnový kurz. Forwardový měnový kurz bere v úvahu úrokový diferenciál mezi měnami a stanoví se podle vztahu pro úrokovou paritu. S měnou o vyšší úrokové míře se forwardově obchoduje s diskontem vzhledem k spotovému měnovému kurzu. Očekává se, že měna o vyšší úrokové míře bude devalvovat vzhledem k očekávané vyšší inflaci. Naopak s měnou o nižší úrokové míře se forwardově obchoduje s premií vzhledem k spotovému měnovému kurzu. Očekává se, že měna o vyšší úrokové míře bude revalvovat vzhledem k očekávané nižší inflaci. Při platnosti úrokové parity výpůjčka v měně s nižší úrokovou mírou a půjčka v měně s vyšší úrokovou mírou není zisková ani ztrátová. [4]

II. ANALYTICKÁ ČÁST

7 ANALÝZA PŘÍLEŽITOSTÍ K INVESTOVÁNÍ V ČR

Než se investor rozhodne pro správnou investici, měl by si promyslet několik podstatných skutečností, zejména pak:

- cíl své investice,
- přibližnou dobu trvání investice,
- přípustnou míru rizika (možného výnosu) .

V analytické části hodnotím situaci na trhu před tím, než jsem dospěla k rozhodnutí o investici . Dedukcí makroekonomických dat a výsledků hospodaření jednotlivých společností a syntézou akademických teorií popsaných v teoretické části jsem vytvořila portfolio, jehož realizací se zabývám v projektové části. Předpoklad byl na rozvíjejícím se českém trhu, charakteristickým podhodnocenými akcemi, nakoupit část dividendových a část spekulacních akcií, přičemž jsem využila optimistického sentimentu z připravovaných privatizačních projektů velkých českých společností.

Další část volného kapitálu jsem chtěla zajistit na devizovém trhu, proto byla nutná analýza makrodat z USA jako lídra světové ekonomiky, který má hlavní vliv na vývoj veškerých devizových, ale i akciových a dluhopisových kurzů v celé globální ekonomice.

7.1 Analýza makroekonomických údajů za rok 2002 a 1Q 2003

Česká republika usilovala spolu s dalšími devíti zeměmi o to stát se členem Evropské unie. V roce 2003 v Aténách na základě kodaňských dohod podepsali vrcholní představitelé současných a budoucích členů Unie dohodu o rozšíření. V červnu 2003 byl vstup České republiky potvrzen v referendu výraznou většinou (77,3% voličů hlasovalo pro vstup).

Kromě vstupu do EU bylo nepochybně nejžhavějším tématem roku 2003 vývoj veřejných rozpočtů, rostoucí rizika celé rozpočtové soustavy (včetně dynamiky růstu veřejného dluhu) a podoba reformy veřejných financí. ČSSD se ve vládě podařilo prosadit změny, díky kterým by se současné zadlužování mělo alespoň stabilizovat. Na reformy veřejných financí, které jsou nezbytné, bude muset přijít v příštím období. Rok 2003 se nesl ve znamení útlumu globální ekonomické aktivity, poklesu úrokových sazeb, deflačních tendencí a zhoršování podmínek na trhu práce.

Tab. 1. Základní makroekonomické ukazatele České republiky (r. 2003)

Ukazatel / Rok	2000	2001	2002	2003e
HDP (b. c.)	2146,2	2323,1	2408,4	2485,0

Ukazatel / Rok	2000	2001	2002	2003e
HDP (s. c., y/y v %)	3,3	3,1	2,0	2,8
Průmyslová výroba (s. c., y/y v %)	5,1	6,6	4,8	5,5
Inflace (y/y v %)	3,9	4,7	1,8	0,2
Míra nezaměstnanosti*) (v %)	9,0	8,6	9,2	9,9
Průměrná mzda (Kč)	13 490	14 640	15 680	16 700
Reálné mzdy (y/y v %)	2,6	3,7	5,4	6,3
Saldo státního rozpočtu (% HDP)	-2,1	-2,9	-1,9	-4,8
Státní dluh (% HDP)	13,5	14,9	16,4	20,1
Saldo běžného účtu platební bilance (% HDP)	-4,9	-5,4	-6,0	-6,2
Saldo zahraničního obchodu (% HDP)	-5,6	-5,1	-3,0	-2,8
Příliv PZI (% HDP)	8,9	9,3	12,	5,0
Měnový kurz CZK/EUR	35,61	34,08	30,81	31,80
Měnový kurz CZK/USD	38,59	38,04	32,74	28,25
Příbor 3M (%)	5,36	5,18	3,55	2,30

(Zdroj: ČSÚ)

7.1.1 Ekonomický růst

Hlavním růstovým faktorem v 1Q 2003 byla spotřeba domácností. Ochota a možnost lidí utrácet byly dány vysokým růstem reálných mezd (výrazné zvýšení nominálních mezd současně s deflací spotřebitelských cen), poklesem úrokových sazeb na historická minima a paralelním dynamickým rozvojem poskytování spotřebitelských a hypotečních úvěrů.

Z pohledu jednotlivých sektorů národního hospodářství byl zaznamenán značný rozmach výroby i tržeb v průmyslovém sektoru. I přes hospodářské problémy Německa průmyslová produkce za celý rok 2003 vzrostla o 5,7% a tržby rovněž o výrazných 5,8%.

Výrazný boom zažilo stavebnictví, jehož produkce meziročně vzrostla o 8,4%.

Vysoký růst tržeb byl v roce 2003 zaznamenán v maloobchodu a také v celém sektoru služeb.

V roce 2004 se očekávala postupná akcelerace tempa růstu HDP na 3,2%. Struktura růstu však bude poněkud odlišná, když větší objem ekonomické aktivity bude tažen postupným oživením v západní Evropě, tedy růstem exportní poptávky, a rovněž obnovenou investiční aktivitou. Růst spotřebitelské poptávky bude zchlazen pomalejším tempem růstu reálných mezd a rovněž skokovým zdražením velké části služeb a zboží z titulu zvýšení spotřebních daní či přerazení ze snížené do základní sazby DPH.

7.1.2 Inflace

Meziroční růst spotřebitelských cen se v roce 2003 poprvé v historii České republiky dostal do záporných hodnot, tj. do deflace. Průměrná míra inflace poklesla na 0,1 %. Meziroční inflace na konci roku dosáhla 0,9 %, tedy o 2,6 procentního bodu pod spodní hranici inflačního cíle ČNB.

Od roku 2001 až do poloviny roku 2002 docházelo k prudkému posílení kurzu koruny jak vůči EUR, také vůči USD. Tento skokový kurzový vývoj vedl k poklesu cen dováženého zboží a služeb a tedy i k poklesu celkové inflace spotřebitelských cen.

Další příčinou deflace byla absence pravidelných deregulací cen nájemného. Ministerstvo financí každoročně povolovalo v lednu a červenci rozpětí možného zvýšení cen nájemného v bytech s regulovaným nájemným. Na konci roku 2002 však byla vydána vyhláška MF, kterou byly deregulace legislativně upraveny, za neplatnou a vyzval vládu k předložení zákona o nájemném bydlení v parlamentu. Tímto rozhodnutím byla de facto pozastavena regulace nájemného.

7.1.3 Veřejné finance

Jedním z největších problémů české ekonomiky v roce 2003 jsou i nadále vysoké schodky veřejných rozpočtů a následné vysoké tempo růstu veřejného zadlužení. Na rok 2003 byl parlamentem schválen rekordní schodek státního rozpočtu ve výši 118 mld. Kč, který se však po započtení dalších událostí (např. náhrada škody v arbitrážním sporu se společností CME) vyšplhal na 125 mld. Kč, což představuje 4,8% HDP. Deficit celého vládního sektoru se v roce 2002 prohloubil na 6,7% HDP a v roce 2003 MFČR očekává 7,6 % HDP. Zákon o státním rozpočtu na rok 2004 počítá se schodkem 115 mld. Kč.

Vysoké rozpočtové schodky se následně odrážejí v potřebě emise státních dluhopisů. Vysoké rozpočtové schodky a rychle rostoucí veřejné zadlužení se ukazují jako jedno z nejzranitelnějších charakteristik české ekonomiky, a to z několika důvodů:

- Vysoké strukturální deficity (deficity bez vlivu průběhu ekonomického cyklu) oslabují působení tzv. automatických stabilizátorů ekonomického vývoje.
- Rychle rostoucí objem státních dluhopisů má vytlačující účinek na soukromé investice, což následně zpomaluje dlouhodobé růstové vyhlídky ekonomiky. Nové emise dluhopisů rovněž zdražují obsluhu dluhu (vyšší úroková přírážka). Navíc rychle rostoucí objem emitovaných dluhopisů zvyšují riziko ztráty důvěry investorů a možnou finanční krizi.

- Vzhledem k úsilí a právním závazkům České republiky vstoupit nejenom do Evropské unie, ale i do měnové unie (eurozóny), musí ČR splnit tzv. Maastrichtská kritéria. Mezi tato kritéria patří omezení roční deficitů veřejných rozpočtů a veřejného zadlužení, které bylo stanoveno na 3 % HDP, resp. 60 % HDP.

7.1.4 Měnová politika

V roce 2001 se ČNB rozhodla ustanovit cílování celkové inflace spotřebitelských cen jako režim měnové politiky. Inflační cíl byl stanoven jako koridor 3,0–5,0 % na začátek roku 2002 a 2,0–4,0 % na konec roku 2005. ČNB tedy usiluje o růst cenové hladiny o max. 2 procentní body vyšší, než je cíl Evropské centrální banky (ECB), což by mělo umožnit pomalou nominální konvergenci (tj. sblížování cenových hladin) inflačním kanálem.

Oproti vývoji v roce 2002 nebyla ČNB nucena snižovat úrokové sazby, aby snížila úrokový diferenciál a zabránila tak „nadměrné“ apreciaci měnového kurzu koruny. V roce 2003 ČNB rovněž vůbec neintervenovala proti vývoji měnového kurzu.

Přílivu zahraničních investic opět dominovaly přímé zahraniční investice. Jejich příliv dosáhl zhruba 5,0 % HDP, což je poměrně vysoký příliv, vezmeme-li v úvahu absenci velkých privatizačních prodejů, které se uskutečnily v minulých letech. V roce 2003 došlo k částečnému odlivu portfoliových investic, což bylo dáno snahou tuzemských bank investovat do výše úročených zahraničních dluhopisů a podílet se na růstu akciového trhu ve Spojených státech amerických. Odliv portfoliových investic také souvisel s rostoucí oblíbeností zahraničních investičních fondů mezi českými domácnostmi.

Příznivý vývoj zahraničního dluhu rovněž ovlivňuje skutečnost, že i přes rapidní nárůst vládního dluhu (viz výše), tento dluh zatím není emitován v zahraniční měně. Podle dostupných informací ke konci roku 2003 však dojde k emisím dluhopisů denominovaných v eurech již v roce 2004 (a to v objemu cca 30 mld. Kč).

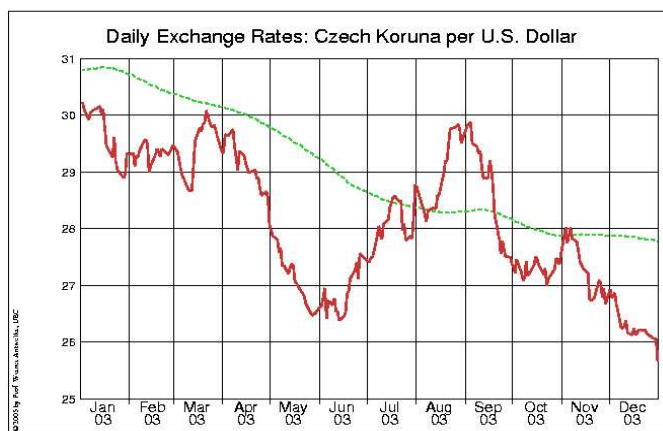
7.1.5 Měnový kurz

Oproti zkušenostem z let 2001–02 v roce 2003 nepokračovala rychlá apreciacie nominálního kurzu české koruny vůči euru. Průměrný měnový kurz činil 31,83 CZK/EUR (oslabil o 3,3 % vůči roku 2002) a kurz se po většinu roku pohyboval u úzkém intervalu 31,50–32,10 CZK/EUR (viz obr. 7).

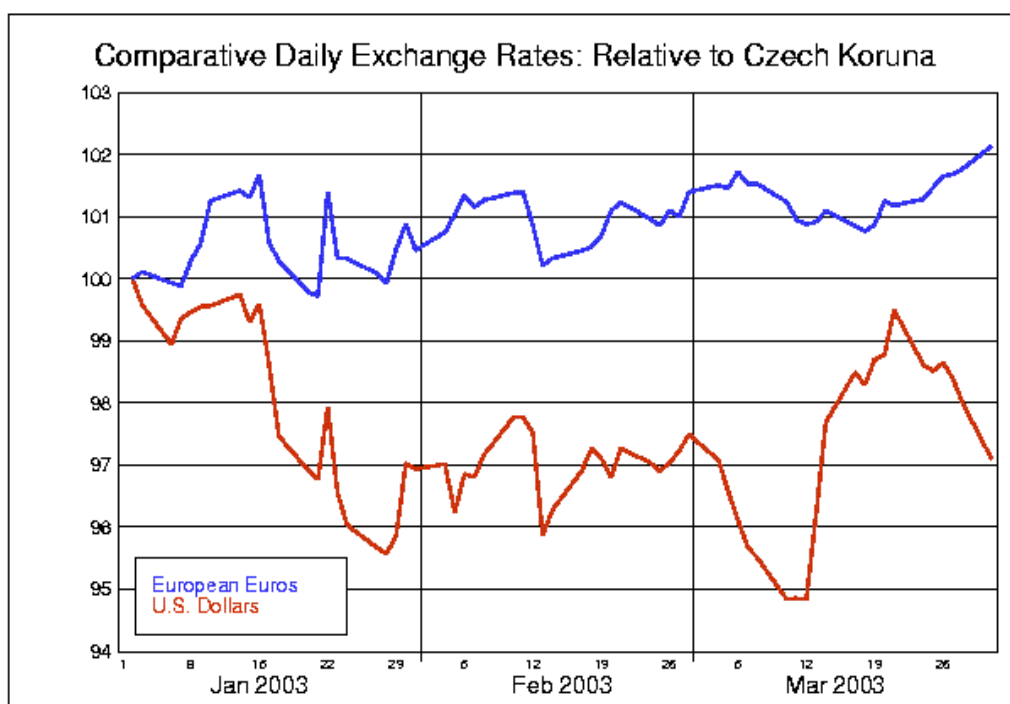


Obr. 7. Graf vývoje kurzu CZK/EUR za rok 2003

Oproti tomu česká koruna, stejně jako většina ostatních měn v roce 2003 silně posílila vůči americkému dolaru o 13,6 %. Průměrný kurz v tomto roce činil 28,28 CZK/USD (obr. 8). Efektivní měnový kurz amerického dolaru oslaboval i přes vysoký růst akciových trhů i HDP ve Spojených státech amerických. Devizoví obchodníci přikládali vyšší význam prohlubujícímu se dvojímu schodku (tj. veřejných financí i běžného účtu platební bilance) a následným rizikům, a také negativnímu úrokovému diferencíálu vůči eurozóně.



Obr. 8. Graf vývoje kurzu CZK/USD za rok 2003



Obr. 9. Relativní graf vývoje kurzu EUR a USD vzhledem k CZK

Kapitálový trh

Český akciový trh v roce 2003 pokračoval v růstu z předchozího roku. Největšími růstovými tituly byly akcie Unipetrolu (o 38,5%), a to díky optimismu portfoliových investorů co se týká očekávaného vstupu silného strategického investora v připravovaném privatizačním tendru, který by měl být skončen v první polovině roku 2004. Výrazně posilovaly také akcie Českých radiokomunikací (o 35 %), ČEZ a Erste Bank.

Tab. 2. Celkový počet cenných papírů ke dni 13.5.2005

	Akcie	Podílové Listy	Dluhopisy	Celkem
Hlavní trh	7	0	24	31
Vedlejší trh	28	0	19	47
Volný trh	17	0	40	57
Celkem	52	0	83	135

Mzdová vyjednávání

V roce 2003 vzrostla průměrná mzda o 6,5%, což při téměř nulovém růstu spotřebitelských cen (tj. životních nákladů) znamenalo reálný růst o 6,3%.

S ohledem na připravované cenové šoky v podobě zvýšení nepřímých daní a postupné oživení domácí ekonomické aktivity lze v roce 2004 očekávat průměrný růst nominálních mezd o 5 %.

7.2 Analýza vybraných českých akcií

7.2.1 ČEZ, a. s. – analýza pro rok 2003

Akciová společnost ČEZ byla založena v roce 1992 Fondem národního majetku ČR. Hlavním předmětem činnosti ČEZ, a. s., je výroba a prodej elektřiny a s tím související podpora elektrizační soustavy. Zároveň se zabývá výrobou, rozvodem a prodejem tepla.

V roce 2003 vznikla spojením ČEZ, a. s., s distribučními společnostmi (Severočeská energetika, Severomoravská energetika, Středočeská energetická, Východočeská energetika a Západočeská energetika) Skupina ČEZ, která se tak stala nejvýznamnějším energetickým uskupením regionu střední a východní Evropy. Skupina ČEZ patří do evropské desítky největších energetických koncernů a je nejsilnějším subjektem na domácím trhu s elektřinou.

Hlavní události

- Dne 1. dubna 2003 byl převodem akcionářských podílů završen téměř roční proces integrace české elektroenergetiky a byly položeny základy pro vznik nové Skupiny ČEZ. V souvislosti s tím potvrzuje ratingová agentura Standard & Poor's hodnocení ČEZ, a. s., na úrovni BBB+ a zvyšuje stabilní výhled na pozitivní
- Meziroční nárůst výroby ve zdrojích ČEZ činil 12,8 %, v uhelných elektrárnách dokonce 19,3 %, při nárůstu výroby v jaderných elektrárnách o 8,0 %.
- Tržby za elektřinu meziročně stouply o 3,7 % na 12,9 mld. Kč v souvislosti s vyšším objemem prodeje v tuzemsku i v zahraničí.
- Podíl zdrojů ČEZ, a. s., na krytí poptávky po elektřině se meziročně zvýšil z 52,1 % na 58,2 %, včetně externích nákupů elektřiny z 59,5 % na 62,1 %.
- Poptávka po elektřině v České republice dosáhla 15,5 TWh, meziroční nárůst 3,3 %.
- Čistý zisk ve výši 2,3 mld. Kč výrazně předčil očekávání; predikovaný pokles zisku v souvislosti s odpisy jaderné elektrárny Temelín a snížením cen nabídky „Duhové energie“ (ale i loňskými neopakovatelnými metodickými a kurzovými vlivy) byl utlumen lepšími výsledky v prodeji elektřiny.
- Průměrná měsíční přidaná hodnota vytvořená jedním zaměstnancem se meziročně zvýšila o 8,2 %.
- Druhý blok jaderné elektrárny Temelín byl dne 18. dubna 2003 uveden do zkušebního provozu, na prvním bloku byla 26. dubna 2003 ukončena plánovaná odstávka spojená s výměnou paliva. Jaderná elektrárna Temelín se tak stala provozovanou elektrárnou v plném výkonovém rozsahu.

- V březnu byla uzavřena smlouva o prodeji Teplárny Náchod s firmou Harpen ČR, s.r.o. [11]

Tab. 3. ČEZ – Souhrnná zpráva o hospodaření za 1Q 2003[11]

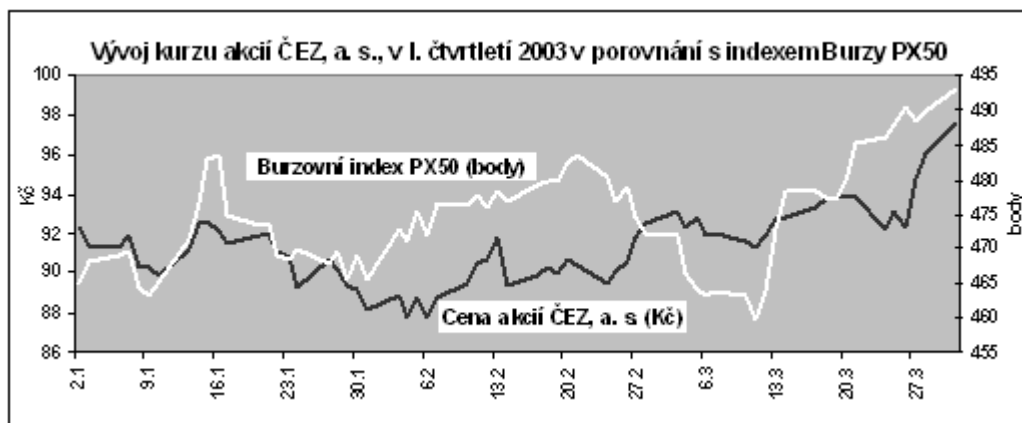
	Jednotka	I. Čtvrtletí 2003	I. Čtvrtletí 2002	Index 03/02
Výnosy celkem	mil. Kč	14 466	17 515	82,6 %
• z toho tržby za elektřinu	mil. Kč	12 945	12 486	103,7 %
Náklady celkem	mil. Kč	11 686	12 016	97,3 %
• z toho palivo	mil. Kč	3 763	3 084	122,0 %
Zisk před zdaněním	mil. Kč	2 780	5 499	50,6 %
Zisk po zdanění	mil. Kč	2 267	5 108	44,4 %
Výnos na akcii 100 Kč (EPS)	Kč	3,8	8,6	44,4%
Poměr tržní ceny a výnosu (P/E)*	1	14,9	5,5	271,7%
Rentab. vlastního kapitálu (ROE) – čistá*	%	3,0	6,6	45,8%
Rentabilita aktiv (ROA) – čistá*	%	1,9	4,1	47,4%
Obrat aktiv	1	0,25	0,25	101,0%
Celková zadluženost bez rezerv	%	26,4	27,1	97,2%
Dlouhodobá zadluženost	%	18,6	20,7	89,9%
* Za předcházejících 12 měsíců				

Ratingové hodnocení ČEZ, a. s.:

Moody's: <„Baa1“ se stabilním výhledem

Standard & Poor's: „BBB+“ s pozitivním výhledem.

Po analýze strategických přínosů a obchodních rizik rozhodlo představenstvo společnosti o prodeji majoritního podílu v Severočeské energetice, a.s. a o záměru zahájit jednání o výměně minoritních podílů se společnostmi E.ON a RWE.



Obr. 10. Vývoj kurzu akcií ČEZ, a. s. v 1Q 2003 v porovnání s indexem PX50 [11]

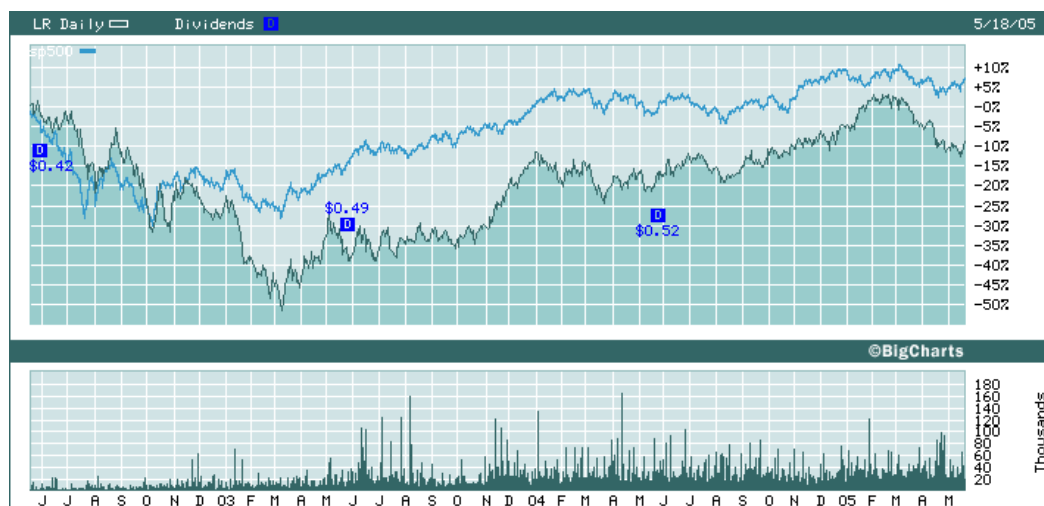
7.2.2 Lafarge Cement, a. s.

Lafarge celosvětově vyvíjí různé druhy cementů a hydraulická maltovinová pojiva pro stavební průmysl. Divize zaujímá 1. místo na světě ve výrobě cementu. Vybrané konsolidované ukazatele za rok 2003: prodeje 6383 milionů EUR, hospodářský výsledek za běžnou činnost 1466 milionů EUR, počet zaměstnanců 35984. Součástí divize je také čízkovický Lafarge Cement, a.s

V roce 1992 na základě vládou schváleného privatizačního projektu 12,5 % akcií odkoupila mezinárodní společnost Lafarge Coppee (od roku 1995 jen Lafarge), která se postupně stala majoritním vlastníkem, která ke dnešnímu dni vlastní 95 % akcií.

Nadnárodní společnost Lafarge Coppee, druhý největší výrobce cementu na světě, byla založena ve Francii v roce 1833 a vznikla sloučením 4 samostatných společností: Lafarge ve Francii, Coppee v Belgii, Canada Cement v Kanadě a General Portland ve Spojených státech. Ačkoliv společnost zpočátku vyráběla vápenec pro stavby, obchod byl rozšířen na základě poptávky po Portlandském cementu, známého svým zbarvením, který se podobá kamenným kvádrům, které se těžily na Portlandském poloostrově.

Vzhledem k rozmachu stavebnictví a neustálé poptávce po bytech byl předpoklad, že se bude firma Lafarge cement rozvíjet a její akcie získávat na hodnotě. Vzhledem k nízkému objemu emise a malé likviditě byla tato akcie vybrána do portfolia jako klasická dividendová.



Obr. 11. Vývoj kurzu akcií Lafarge Coppee od června 2002 – května 2005

(Zdroj: <http://custom.marketwatch.com>)

Z vývoje kurzu LR (Lafarge Coppee) na NYSE je patrné, že v roce 2003 zaznamenaly akcie velký propad, způsobený postupným zdražováním cen vstupů a poklesem zakázek a nákupů v odvětví stavebnictví. Společnost LR pravidelně vyplácí dividendu, naposledy ve výši \$ 0.49, při hodnotě kolem \$ 15 na akcii. Akcie zaostávají za indexem S&P 500 v roce 2003 až o 50 %.

7.2.3 Český Telecom, a. s.

Skupina ČESKÝ TELECOM je tvořena ČESKÝM TELECOMEM, vedoucím poskytovatelem služeb na trhu pevných linek, Eurotelem, který je vedoucím operátorem mobilních služeb v České republice, a několika dalšími společnostmi podnikajícími převážně v oblasti telekomunikací. Tato silná telekomunikační skupina jako jediná v České republice poskytuje komplexní nabídku hlasových a datových služeb v oblasti pevných a mobilních technologií včetně nabídky na využívání síťové infrastruktury pro provozovatele a poskytovatele veřejných i neveřejných sítí a služeb.

Přehled finančních výsledků

- Výnosy – 12,7 mld. Kč
- Provozní náklady (vyjma odpisů a amortizace) – 6,4 mld. Kč
- Hospodářský výsledek před finančními náklady, zdaněním, odpisy a amortizací (EBITDA) – 6,3 mld. Kč, EBITDA marže 50%
- Hospodářský výsledek před finančními náklady a zdaněním (EBIT) – 1,7 mld. Kč

- Čistý zisk – 1,0 mld Kč
- Čistá zadluženost – 3%
- Investice – 1,1 mld. Kč
- Volné peněžní prostředky – 3,2 mld. Kč

EBITDA, EBIT a čistý zisk

Konsolidovaná hodnota EBITDA činila v prvním čtvrtletí 6,3 mld. Kč a marže EBITDA dosáhla vysoké hodnoty 50 %, která řadí ČESKÝ TELECOM vysoko nad průměr dosahovaný v oblasti provozní efektivnosti v telekomunikačním sektoru.

Investice

V souladu s programem snižování investic se konsolidované investice snížily v prvním čtvrtletí roku 2003 na 1,1 mld. Kč, ve srovnání s 1,4 mld. Kč v prvním čtvrtletí loňského roku. Samotný ČESKÝ TELECOM investoval 0,8 mld. Kč.

ČESKÝ TELECOM, a. s. (ČESKÝ TELECOM), patřil v roce 2003 podle své tržní kapitalizace a objemu obchodů k nejvýznamnějším firmám na českém kapitálovém trhu.

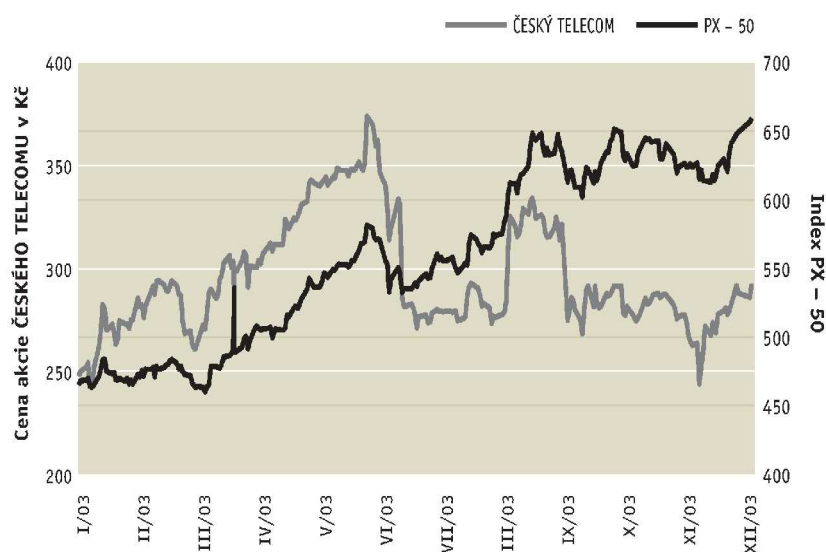
Dividenda

Předpokládaná dividenda z čistého zisku společnosti ČESKÝ TELECOM za rok 2002 a části nerozděleného zisku z minulých let ve výši 18,5 mld. Kč, tj. 55 Kč před zdaněním na jednu akcii s jmenovitou hodnotou 100 Kč.

Akcie

	2003	2002	2001
Počet akcií (v milionech)	322,1	322,1	322,1
Čistý zisk na akcii (v Kč)	-5,5	13,3	18,9
Maximální cena akcie (v Kč)	373,8	385,5	569,1
Minimální cena akcie (v Kč)	243,4	210,8	184,0
Cena akcie na konci období v Kč	292,6	244,7	362,5
Tržní kapitalizace (v miliardách Kč)	94,2	78,8	116,8

(Zdroj: Výroční zpráva Telecom CZ 2003)



Obr. 12. Vývoj ceny akcií Českého Telecomu na BCPP v roce 2003

V 1Q 2003 se titul Český Telecom vyvíjel velmi dobře, hodnota akcii stoupala spolu se spekulacemi o privatizačních projektech, hospodářských výsledcích, výplatě dividend atd. Jak je patrné z grafu (Obr. 12), akcie se vyvíjela nad hodnotou indexu PX-50, i když samozřejmě kopírovala jeho průběh. Trend byl rostoucí až do doby rozhodnutí vlády o odkladu privatizace.

7.2.4 Unipetrol

Skupina Unipetrol hospodařila k 31. 3. 2003 se ziskem přesahujícím 467 milionů Kč, když celkové tržby za uvedené období přesáhly 16,5 miliardy Kč. Ve srovnatelném období minulého roku zaznamenala skupina při srovnatelných tržbách (16,65 miliardy) ztrátu přes -196 milionů Kč.

Mezi nejvýraznější vlivy, které v uvedeném období působily na hospodaření podniků skupiny, patřila především mezinárodní rafinérská marže, která byla – ve srovnání s prvními třemi měsíci loňského roku – pro rafinérie výrazně příznivější. Pozitivní růst rafinérské marže zároveň způsobil nárůst cen surovin pro petrochemickou výrobu a z tohoto důvodu bylo dosahováno nižších marží při prodeji petrochemických produktů. [15]

Skupina Unipetrol dosáhla podle předběžných konsolidovaných výsledků za rok 2003. Hospodářský výsledek za účetní období ve výši 148,4 mil. korun po zdanění (2002: 635,2 mil. korun) při celkových tržbách 68,713 miliardy korun (2002: 60,197 miliardy korun) a obchodní marži 1,434 miliardy korun (2002: 1,621 miliardy korun).

Celkově můžeme konstatovat, že hospodářské výsledky skupiny Unipetrol jsou relativně uspokojivé a odráží trendy ekonomického vývoje na evropském trhu chemického průmyslu. Pozitivním jevem uplynulého roku je také skutečnost, že provozní výkonnost skupiny stoupla.

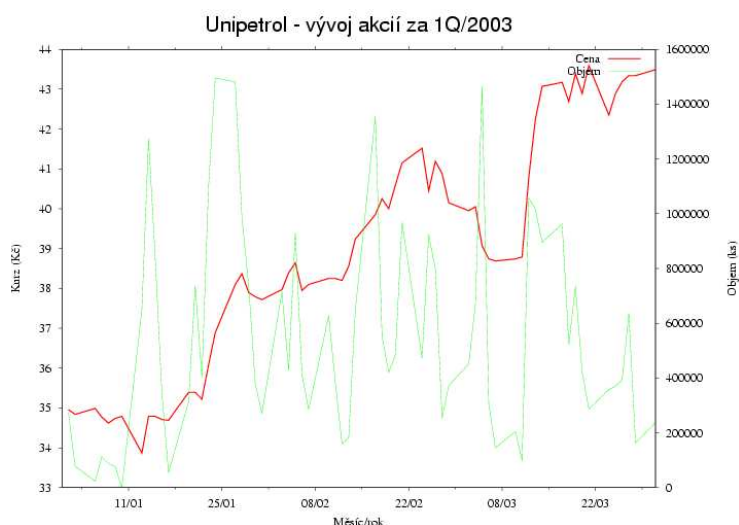
Hospodaření skupiny za minulý rok odráží hospodářské výsledky jejich dceřiných společností: zatímco akciové společnosti Chemopetrol, Kaučuk, Česká rafinérská, Agrochemie a Unipetrol Trade zakončily své hospodaření po zdanění ziskem, akciové společnosti Benzina, Paramo, Spolana, Aliachem a Unipetrol Rafinérie vykázaly ztrátu.

Hospodářský výsledek značně ovlivnila vykázaná ztráta společností Benzina, Unipetrol Rafinérie a Paramo.

Konsolidovaný celek v roce 2003 tvořily společnosti Unipetrol, a. s., Chemopetrol, a. s., Kaučuk, a. s., Benzina a. s., Paramo, a. s., Česká rafinérská, a. s., Spolana a. s., Agrochemie, a. s., Aliachem a.s., Unipetrol Trade a. s. a Unipetrol Rafinérie a. s. [14]

Privatizace státního podílu v Unipetrolu a následný výkup je aktuálně zajímavou investiční příležitostí. Domnívám se, že může dojít ke znatelnému navýšení ceny prodávaných 63 procent. Zájemci o státní podíl totiž mohou nabídnout vyšší cenu, než jakou nabídli při minulé privatizaci, protože jim to dovolují lepší hospodářské výsledky. [12]

Dle mého názoru není důvod, aby zájemci o státní podíl v Unipetrolu nabídli nižší cenu než v minulém tendru v roce 2001. Provozní hospodářský výsledek v prvním pololetí dosáhl 1,1 miliardy korun, což je o půl miliardy korun více než ve stejném období loni. Za první pololetí Unipetrol vytvořil zisk 4 koruny na akcii. Účetní hodnota k prvnímu pololetí 2003 je 110 korun na akcii. Nákup akcií pod touto hodnotu je tedy velmi výhodný.



Obr. 13. Vývoj akcií Unipetrolu na BCPP za 1. kvartál r. 2003

8 VÝVOJ EKONOMIKY USA V ROCE 2003

Hospodářství USA, které stálo ještě před několika měsíci na pokraji recese, začíná pomalu nabírat na síle. Nicméně hospodářský růst ve výši 8,2 % a 4,0 %, který zaznamenaly USA ve 3. a 4. čtvrtletí loňského roku, by se za pomalý určitě označit nedal. Podobně vysokým tempem rostla ekonomika USA naposledy před téměř 20. lety! Tahounem růstu je soukromá spotřeba, firemní investice a po dlouhé době i export. Ten se však na hrubém domácím produktu Spojených států podílí pouhými deseti procenty. „Palivem“ spotřeby a investic byly nízké úrokové sazby (1 %) a tři „balíky“ daňových úlev prosazené Georgem Bushem v předcházejících dvou letech. Pomalu se probouzející export USA byl podpořen devalvací dolaru, o které je podrobněji psáno v další části textu. Největší světová ekonomika se dokázala definitivně zbavit posledních stop hospodářského útlumu, do kterého se dostala díky splasknutí akciové „bubliny“ před třemi lety. Patrné to je i z poslední sady čísel o růstu HDP USA za poslední tři roky (Tab. 4). Srovnání růstu HDP USA a EU pak přináší graf (Obr. 14).

8.1 Devalvace dolaru

Devalvace dolaru, která se stala jednou z mediálně nejsledovanějších událostí roku 2003 (po válce v Iráku), je jednou z hlavních zbraní hospodářské ofenzívy Spojených států. Spustily ji počátkem roku 2002 obavy investorů z příliš vysokého schodku běžného účtu platební bilance, který se prohloubil až na 500 mld. dolarů (=5 % HDP) a obavy ze salda federálního rozpočtu, které atakovalo čtyřprocentní hranici HDP. V důsledku následného dolarového výprodeje se kurz této světové měny za poslední dva roky propadl k euru o vysokých 47 % (z 0,87 na 1,28 dolar/euro) dolar/euro, k britské libře o 30% a k japonskému jenu o 27%! K tomu všemu došlo za tiché podpory americké centrální banky (FED), která snížila své úrokové sazby na nejnižší úroveň za posledních 50 let (1 %) a za aktivní podpory ministra financí Spojených států Johna Snowa, který prohlásil, že „nechce dolar slabý, ale správný“. Posledně zmíněné prohlášení Johna Snowa znamená v podstatě to, že administrativa George Bushe fakticky devalvací dolaru podporuje. Problémy s ní nemá pravděpodobně ani šéf Federálního rezervního systému Alan Greenspan.

Výraznou měrou přispěla k devalvaci dolaru svou nečinností také Evropská centrální banka. Ta se i přes hospodářskou stagnaci v Eurozóně rozhodla držet své sazby na dvou procentech a k slovní intervenci. Vše nasvědčuje tomu, že ECB přistoupí ke snížení svých úrokových sazeb až v té době, co se dolaru podaří prolomit magickou hranici 1,30 (dolar/euro) a bude se rychle blížit k hodnotě 1,35. Při tomto kurzu by mohlo dojít k vyrovnaní amerických úrokových sazeb (FED=1,5 % a ECB=1,5 %) a kurz dolaru by se opět vrátil do mantinelu 1,25–1,30.

Podle některých analytiků se však dolar bude na světových trzích propadat až do té doby, než dojde k vyrovnaní běžného účtu platební bilance, a až se podaří americké administrativě snížit deficit státního rozpočtu pod přijatelná 3 % HDP. Tito „pesimisté“ vidí reálný kurz dolaru někde v oblasti 1,35–1,40.

Devalvace dolaru má pro Spojené státy své výhody i nevýhody. Pokud nedojde k propadu této měny pod kritickou mez (kterou dnes neumí nikdo odhadnout), velice to prospěje zahraničnímu obchodu USA. Americké zboží se tak stane na trzích ostatních států velice konkurenceschopným a naopak zboží ze států se silnou měnou (Eurozóna) se stane ve Spojených státech téměř neprodejně. To první přinese obrovské zisky americkým exportérům a to druhé přinese naopak nová pracovní místa na vnitřní trh USA. Klesne tak nezaměstnanost, rychlým tempem (4–5%) poroste hrubý domácí produkt, zvýší se průměrné platy a vzroste cena akcií exportních společností.

Druhá strana mince devalvace je však negativní. Pokud dojde k propadu dolaru pod kritickou hranici, začne se nad neúnosnou míru zvyšovat americká inflace. Za dolar se totiž obchoduje většina světových komodit, jejichž velká část proudí právě do USA. Investoři, kteří se zbavují dolarů, nakupují právě tyto komodity a ženou tak jejich cenu do rekordních výší. Patrně to je především na ceně ropy (30 dolarů/barel), ceně zlata (400 dolarů/trojská unce), platiny a mnohých dalších drahých a průmyslových kovů.

Na jedné straně tak bude do USA inflace importovaná z vnějšku, na straně druhé se bude vytvářet v samotném srdci USA (zvyšování množství peněz v oběhu FEDem (M2) = růst spotřeby domácností na dluh). Proti tomuto růstu cen by v tomto případě musel zasáhnout FED svým zvýšením úrokových sazeb. Jejich razantním zvýšením (na 3–4%) by ale mohl ohrozit investiční aktivitu většiny amerických společností.

Celá devalvace dolaru je tedy poměrně dobrým lékem (dopingem na úkor ostatních zemí) na celé americké hospodářství včetně zahraničního obchodu. Nesmí se však překročit určitá mez, za kterou se z měnové války může stát velice nebezpečná hra, která ochromí meziná-

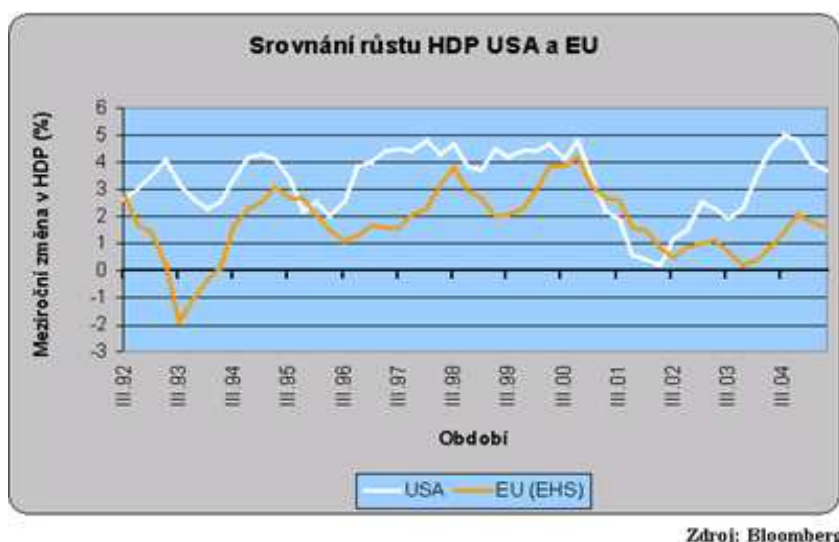
rodní obchod, uvrhne některé státy se silnou měnou do recese (Švýcarsko = recese, Portugalsko = recese, Irsko = hrozba recese, Francie = stagnace, Německo = stagnace...) a vyvrcholí inflací v USA. Tato nebezpečná hranice by se mohla nacházet někde kolem 1,35 dolarů za euro. Lze jen doufat, že si to moc dobře uvědomuje jak americký FED, tak evropská ECB.

Situace přesto nemusí být pro dolar zas až tak nepříznivá, jak je v médiích prezentováno. Stačí jedno prohlášení Alana Greenspana o možnosti zvýšení úrokových sazeb, podpořené jedním dobrým číslem o růstu exportu USA, najednou budeme svědky "návratu krále" měn do svých původně ztracených pozic. Pomyslný prst na dolarové spoušti má tedy Alan Greenspan. Pokud byste si chtěli něco přivydělat měnovými spekulacemi, doporučila bych vám pozorně naslouchat (tajemným) slovům této nejvyšší postavy amerického hospodářství.

Příznivá začíná být i struktura růstu celého hospodářství. Zatímco před půl rokem byly hlavním tahounem růstu HDP vládní výdaje (válka v Iráku) a spotřeba domácností (hrazená na dluh), dnes to začíná být spotřeba domácností spolu s fixními investicemi firem a růstem exportu, který převyšuje růst importu.

Tab. 4: Změna reálného HDP USA 2000–
2003 v %

	2000	2001	2002	2003
United States	3,7	0,8	1,9	3,0
Euro area	3,7	1,7	0,9	0,6



Obr. 14. Srovnání růstu HDP USA a EU

8.2 Akciové trhy

Proč nastal cenový boom na akciových trzích zejména ve druhé polovině devadesátých let? Jsem toho názoru, že mezi nejdůležitější faktory patřil:

- prudký růst hrubého domácího produktu (např. USA, 1995–1999, 4–5 % ročně),
- centrální banky bezpečně kontrolují inflaci (např. USA, 1995–1999, 2–3 % ročně),
- výrazný pokles politických rizik,
- masivně investují "baby boomers",
- technologická revoluce,
- CNN a CNBC efekt",
- investiční nadšení související s příchodem nového tisíciletí.

Dlouhodobě rostoucí americký akciový trh systematicky zvyšoval hodnotu majetku amerických domácností (efekt bohatství), což se pochopitelně odráželo v jejich zvýšených výdajích na spotřebu. Současně se však členské země kartelu OPEC dohodly koncem devadesátých let na omezení těžby ropy, což způsobilo růst její ceny z 11 USD koncem roku 1998 na více než 32 USD v druhé polovině roku 2000. Dlouhotrvající vysoký růst amerického HDP tažený spotřebou a akcelerující inflace (typické znaky přehřívající se ekonomiky) přiměly FED (americkou centrální banku) k postupnému zpřísnění měnové politiky (od 17. 11. 1998 do 16. 5. 2000 došlo ke zvýšení úrokových sazeb z federálních rezervních fondů z 4,75 % na 6,50 %). Americké blue chips, reprezentované indexem DJIA, dosáhly 13. května 1999 hodnoty 11 107,2 bodu. Ve druhém pololetí roku 1999 euforie z blue chips instrumentů postupně zmizela a „přelila“ se na technologický trh NASDAQ, který se v tomto roce zhodnotil o více než 85 %! Na technologickém trhu se postupně začala vytvářet obrovská cenová bublina, která dosáhla svého maxima 10. března 2000, kdy index NASDAQ dosáhl hodnoty 5 048,6 bodu. Během jednoho měsíce (polovina března – polovina dubna 2000) však americký technologický trh ztratil více než 35 % a jeho volný pád pokračoval i během následujících měsíců. Podobný vývoj potkal i evropské technologické tituly.

Na technologických trzích došlo k učebnicovému jevu – splasknutí cenové bubliny. Splasknutí této technologické bubliny však mělo negativní dopad i na akcie „staré“ ekonomiky, což vedlo k výraznému zvýšení nejistoty a k následnému pádu světových akciových trhů. V letech 2001–2002 světové akciové trhy dále negativně ovlivňovalo:

- prudké zpomalení americké a evropské ekonomiky,

- zvýšené politické (válečné) riziko,
- účetní riziko.[8]

9 VÝCHODISKA PRO PROJEKTOVOU ČÁST

Projekt maximalizace majetku byl realizován od roku 2003, kdy jsem stála před problémem, jak zhodnotit částku 1 200 000 Kč. Na základě posouzení možných rizik investice, rozboru makroekonomické situace v ČR, stejně jako ekonomické situace ve světě a fundamentální analýze vybraných titulů, jsem se rozhodla rozdělit investice následujícím způsobem:

1. Kvůli minimalizaci rizika podle pyramidy viz. Příloha P 1 jsem zvolila koupi nemovitosti za částku 1 000 000 Kč, zamýšlená délka investice minimálně 10 let, očekávané zhodnocení 4 % ročně.
2. Zbylá investice se pohybuje na samém vrcholu pyramidy rizikovosti. Podle posouzení hospodářského vývoje v ČR, analýzy makroekonomických údajů za r. 2002 a 1Q 2003 jsem se rozhodla pro nákup českých akcií. Do portfolia jsem akcie vybrala na základě technických a fundamentálních analýz renomovaných analytiků, i na základě vlastních propočtů, zejména hodnoty P/E, očekávaných privatizací a dobrých budoucích výsledků hospodaření vybraných společností. Tento projekt realizovaný k 5. 5. 2003, předpokládá zhodnocení 15–20 % za 2 roky. Délka investice je předpokládána 2 roky, minimální délka držení jednoho titulu je 6 měsíců kvůli očištění zisku od daně. Realizace nákupu cenných papírů měla probíhat přes RMS kvůli dostupnosti, objemu obchodů na trhu a znalosti fungování systému z předchozích prodejů emisí z kuponové privatizace. Objem investovaných prostředků do akcií je 103 000 Kč. Do portfolia byly vybrány tyto akcie:
 - Český Telecom (17 %),
 - ČEZ (19 %),
 - Unipetrol (50 %),
 - Lafarge Cement (14 %).
3. Jako nejrizikovější byla zvolena investice do devizových obchodů – forwardů – spekulace na měny EUR/USD. Jako trader byl zvolen dealing Komerční banky, která tyto derivátové operace začala, byť velmi rozpačitě, zprostředkovávat i fyzickým osobám. Z oslovených bank (ČSOB, ČS, KB) jediná KB umožnila fyzické osobě obchodovat s těmito deriváty, jejichž podkladovým aktivem je zahraniční měna. Objem použitých prostředků je 97 000 CZK směněný do EUR v kurzu 32 CZK/EUR.

III. PROJEKTOVÁ ČÁST

10 INVESTICE DO NEMOVITOSTI

10.1 Průběh

Tento typ investice není předmětem a podstatou této práce. Proto se jejímu rozboru věnuji jen okrajově. V březnu 2003 jsem se začala zajímat o trh s nemovitostmi ve Zlíně. V květnu 2003 jsem zakoupila družstevní byt v hodnotě 1 000 000 Kč. Při výpočtu zhodnocení investice do nemovitostí budu v tomto případě abstrahovat od nutných drobných investic na rekonstrukci zakoupené nemovitosti, dodatečných výnosů za nájem, opotřebení bytu, poplatků za služby spojené se zprostředkováním a převodem bytu.

10.2 Rizika projektu

Vzhledem k tomu, že po celou dobu trvání investice nebyl zcela dořešen zákon o nájemních vztazích a regulaci trhu s byty, nese tato investice možné riziko ze strany změny exekutivy, což je spojeno s možnou sníženou prodejností nebo komplikacemi stran nájemních smluv. Dalším rizikem je celkové zničení investice živelnou katastrofou nebo cizím zaviněním. Majetek není nijak pojištěn.

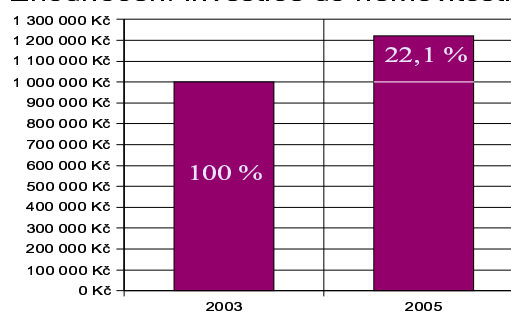
10.3 Výsledek zhodnocení nemovitosti

Tržní cena bytu k 5.5.05: 1 221 322 Kč

Nárůst ceny bytu po dvou letech: 22,1 %

Růst nabídkových cen bytů i tržního nájemného ve Zlíně se mírně zpomalil, i tak se však ceny stále drží nad milionem – navíc je poměrně vysoké tržní nájemné – skoro 100 Kč/m²/měsíc. Vzhledem k současnému i historickému potenciálu města lze očekávat další růst cen – rozvoj však naráží na špatné napojení města na síť dálnic a rychlostních komunikací a rozvoj osídlení se paradoxně spíše orientuje na Otrokovice, které leží přímo na železničním koridoru i na hlavním silničním tahu.

Zhodnocení investice do nemovitosti



Obr. 15. Zhodnocení investice do nemovitosti

11 INVESTICE DO ČESKÝCH AKCIÍ

11.1 Průběh

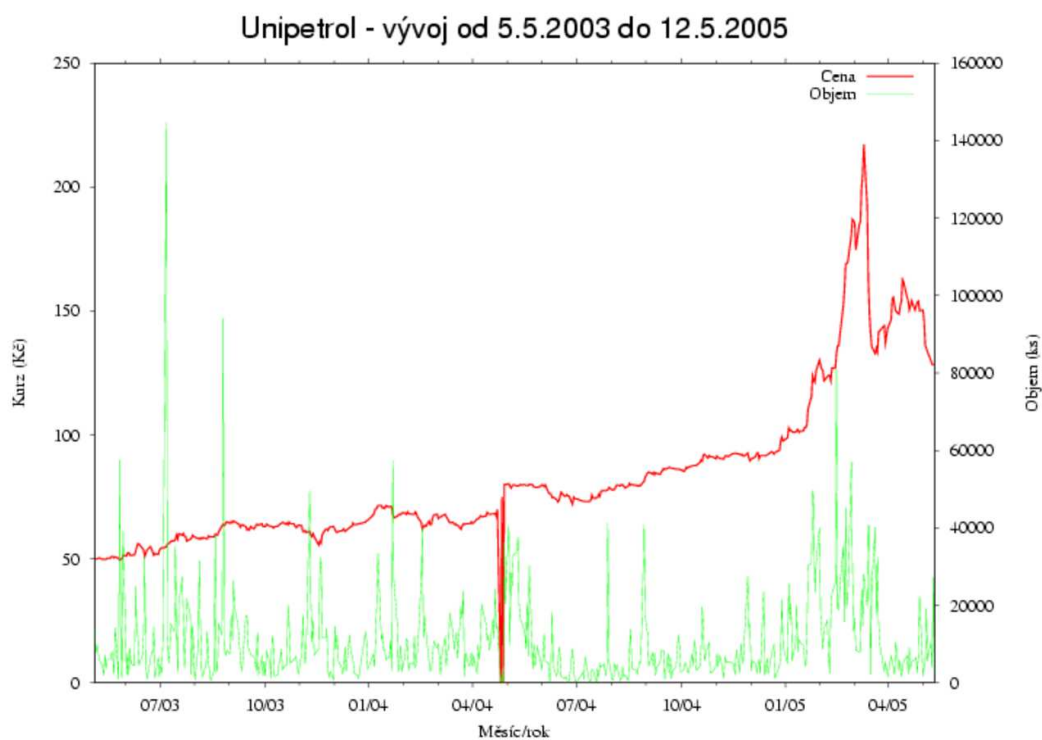
V následující tabulce (Tab. 5) jsou po řádcích řazeny nákupy a prodeje akcií. Z uvedeného vyplývá, že po prodeji jednoho titulu byl celý objem utržených prostředků znovu investován do stejného nebo jiného titulu, tzv. uzavírání ziskových pozic. Rozbor rizik a problémů v jednotlivých letech investice viz níže.

Tab. 5. Časový průběh jednotlivých investic a kvantifikace zisku

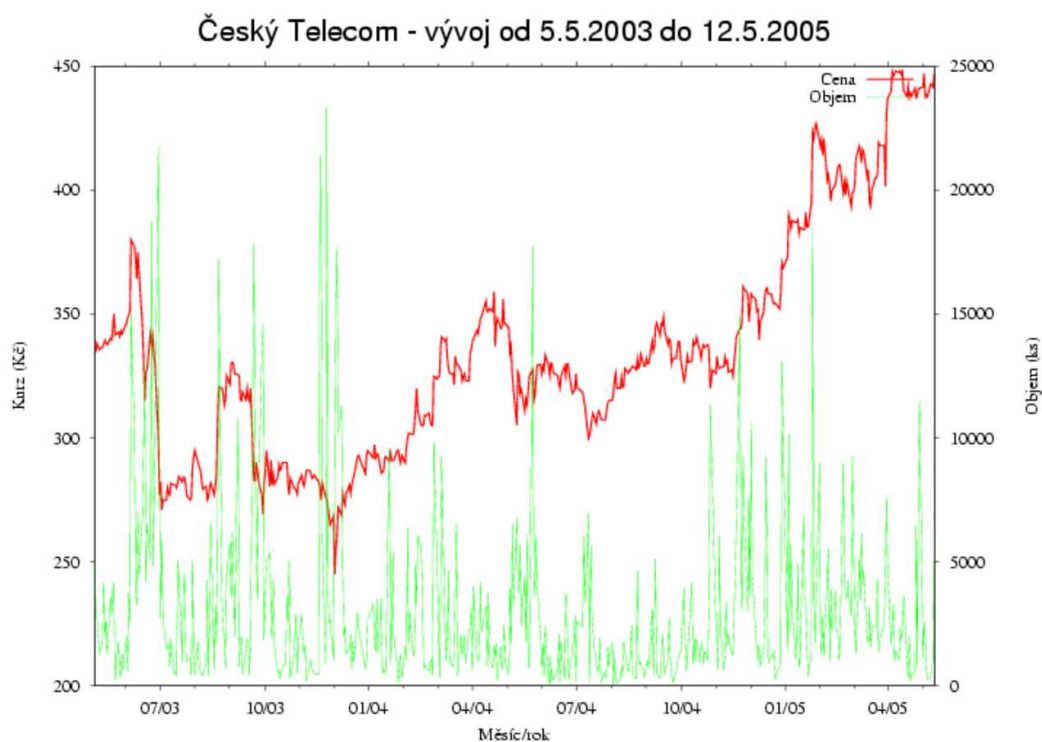
<i>datum nák/pr</i>	<i>Název CP</i>	<i>ks</i>	<i>Nák. cena</i>	<i>Objem nák. (Kč)</i>	<i>Poplatky</i>	<i>Prod. cena</i>	<i>Objem prod. (Kč)</i>	<i>Divi- dendy</i>	<i>Zisk/ztráta</i>
5.5.03 --	Lafarge	5	2 878	14 390,00	236,90	3001	15 005,00	795+ 485	1 658,10
5.5.03 30.4.04	Unipetrol	1000	51,50	51 500,00	2024,40	80,50	80 500,00	x	26 975,60
5.5.03 6.12.04	Č. Telecom	54	327,60	17 690,40	763,50	353,90	19 110,60	2 640+ 781	4 077,70
5.5.03 10.5.04	ČEZ	182	108,80	19 801,60	991,40	166,00	30 212,00	705	10 124,00
11.5.04 30.8.04	Radiokom.	127	427,50	54 292,50	1954,70	435,00	55 245,00	x	-1 002,20
31.8.04 --	Unipetrol	358	82,50	29 535,00	627,70	135,00	48330,00	x	18 167,30
19.5.04 7.1.05	ČEZ	312	175,00	54 600,00	2044,00	358,00	111696,00	2 122	57 173,00
				241 809,5	8642,60		360 098,6	7528	
Celkem									117 173,50

Žlutě zabarvená políčka znázorňují cenné papíry, které do dnešního dne nebyly prodány a jsou vyčísleny k datu 5. 5. 2005 v tržních cenách. Zelená políčka znamenají čistý zisk z jednotlivých operací, který je v celkové výši 117 173,50 Kč. Tento zisk, podle zákona o cenných papírech, které jsou v držení déle než půl roku, nepodléhá dani.

Portfolio vytvořené na začátku tohoto projektu je znázorněno v následujícím grafu v procentuálním vyjádření na celkové investované částce 103 000 Kč.



Obr. 16. Vývoj akcí Unipetrol od 5. 5. 2003 do 12. 5. 2005

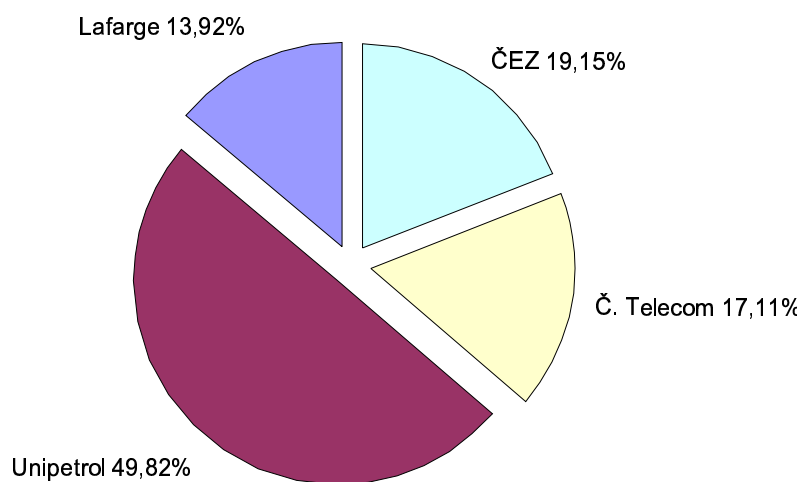


Obr. 17. Vývoj akcí Český Telecom od 5. 5. 2003 do 12. 5. 2005



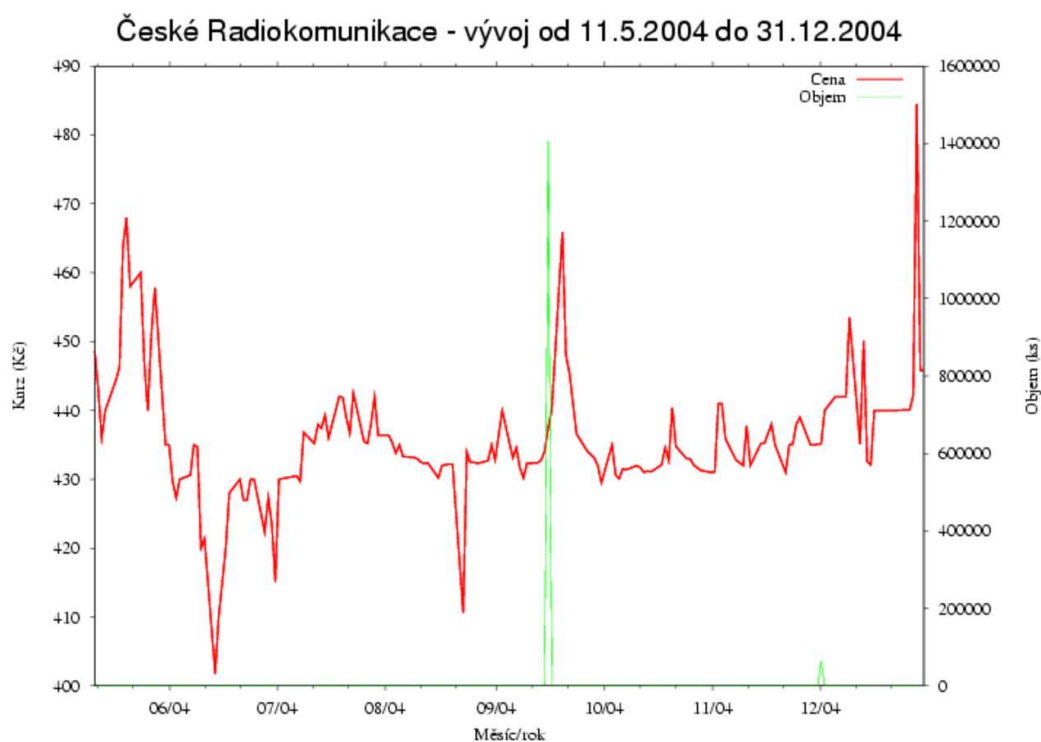
Obr. 18. Vývoj akcí ČEZ od 5. 5. 2003 do 12. 5. 2005

Struktura portfolia k 5.5.03



Obr. 19. Struktura portfolia na počátku projektu

Dne 11. 5. 2004 jsem nakoupila za utržené fin. prostředky z předchozích prodejů akcie České radiokomunikace (ČRa). Vývoj kurzu ČRa od nákupu do doby stažení z trhu je vidět v následujícím grafu (Obr. 20). Později byly dokoupen ČEZ (Obr. 18) a Unipetrol (Obr. 17).



Obr. 20. Vývoj akcií ČRa od 11. 5. 2004 do 31. 5. 2004

Složení akcionářů společnosti ČRa, a. s.

Akcionáři společnosti vlastníci nad 3 % akcií ze základního kapitálu k datu 22.9.2004

<i>Název akcionáře</i>	<i>Počet akcií</i>	<i>% podíl</i>
BIVIDEON B.V.	29 101 386	94,18
celkem akcionáři nad 1 %	29 101 386	94,18

Akcionáři společnosti vlastníci nad 1 % akcií ze základního kapitálu k datu 22.6.2004

<i>Název akcionáře</i>	<i>Počet akcií</i>	<i>% podíl</i>
BIVIDEON B.V.	22 216 354	71,90
Bank Austria Creditanstalt AG	3 575 463	11,57
Československá obchodní banka a.s. – správce účtů	922 743	2,99
Clearstream Banking S.A.	620 830	2,01
ČSOB fond stability OPF	311 500	1,01
celkem akcionáři nad 1 %	27 646 890	89,48

(Zdroj: www.cra.cz)

11.2 Rizika investice do akcií

Poněkud neprůhledná privatizace ČRa, změna majoritních akcionářů i managementu, soudní spory s minoritními akcionáři a nakonec stažení akcií z trhu, to vše provází akcie, jinak velmi dobře hospodařící společnosti, ČRa.

Právní zástupce ČRa nejprve dne 9.12.2004 vyzval Městský soud v Praze ke zrušení předběžného opatření a upozornil předsedu Městského soudu na usnesení o vydání předběžného opatření. Proti usnesení o nařízení předběžného opatření se potom ČRa odvolala k Vrchnímu soudu v Praze prostřednictvím svého právního zástupce dne 17.12.2004. Odvolání proti usnesení o nařízení předběžného opatření však podaly i společnosti Burza cenných papírů Praha, a.s. a RM-SYSTÉM, a.s. jako organizátoři oficiálních trhů. Je jen s podivem, že zejména odvolání BCPP je v celých svých pasážích doslovně totožné s textací odvolání Společnosti. Dne 21.1.2005 však Vrchní soud vyhověl odvolatelům a bez práva dovolání zamítl návrh na nařízení předběžného opatření. V této souvislosti Sdružení negativně vnímá především tu skutečnost, že mu nebylo předmětné odvolání Společnosti zasláno k vyjádření a že odvolací soud rozhodl v neprospěch Sdružení v nestandardně krátké lhůtě bez vlastního posouzení argumentů Sdružení.

Společnost svolala řádnou valnou hromadu na 16.května do Poděbrad, jejímž důležitým bodem jednání je rozhodnutí o převodu jmění Českých radiokomunikací na hlavního akcionáře, tj. na 100 % dceřinou společnost Bivideonu, JTR Management a.s. Dalšími body jednání valné hromady je schválení a rozdělení hospodářského výsledku za rok 2004. Rozhodným dnem pro účast na valné hromadě je 9.květen.

JTR Management získala od společnosti Bivideon více než 90 % akcií Českých radiokomunikací, tudíž má právo, podle českého obchodního zákoníku, převzít jmění společnosti. Po zaplacení převzetí do obchodního rejstříku se JTR stane nástupnickou společností současných ČRa a menšinová akcionáři získají nárok na finanční vyrovnání.

Kde se vzala společnost JTR Management? Podle firemních databází ČEKIA Bivideon JTR Management koupil minulý měsíc od společnosti Markéta Praha s.r.o. Společnost Markéta Praha se zabývá prodejem "prázdných" společností. Podle databází ČEKIA do dnešního dne měla Markéta Praha celkem 92 majetkových účastí v různých společnostech (až na několik výjimek vždy 100 %), aktuálně má Markéta Praha majetkové vazby na 15 společností, tyto společnosti následně vlastní další společnosti. Jména statutárních orgánů se často opakují. Například Markéta Hejmová, která byla v představenstvu JTR Management, je podle fi-

remních databází ČEKIA zapsána ve 22 statutárních orgánech, historicky jich bylo celkem 77. S nadsázkou lze říci: zaměstnána jako profesionální statutární orgán ...

Představenstvo Čra nepovolilo tlaku minoritních akcionářů a potvrdilo původně zamýšlenou výši odkupu akcií na úrovni 450 Kč za jednu akcii. Menšinová akcionářská představenstvu navrhovali cenu na úrovni 850 Kč.

Podle analytiků je v současné době složité určit reálnou hodnotu akcií této firmy, ale odhaduje se, že by mohla být kolem 600 Kč na akcii.

Návrh představenstva je podpořen znaleckým posudkem. Odkup je pořádán u příležitosti návrhu o převzetí jmění společnosti, což znemožňuje zásah KCP, která v takovém případě cenu nepřezkoumává.

11.2.1 Squeeze-out ve schvalování poslanecké sněmovny

"V červnu 2004 prošel prvním čtením ... návrh novely zákona o akciových společnostech, který zásadním způsobem ohrožuje budoucí vývoj práv minoritních akcionářů a je znám pod označením "squeeze-out zákon". Ten umožňuje držiteli více než 90 % kapitálu akciové společnosti, aby si najal znalce pro ocenění minoritních podílů a použil toto ocenění pro nucený odkup od minoritních akcionářů. Odkup je považován za ukončený v okamžiku, kdy je učiněna nabídka, bez ohledu na nabídnutou cenu či bez ohledu na férovost či nezávislost provedeného ocenění. Jediná obrana minoritních akcionářů je podat u soudu žalobu proti ceně, ale ne proti prodeji jako takovému. Pokud bude schválen tento zákon, pak bude mít devastující dopad."

William Brader: Beyond Transition, čtvrtletník Světové banky, 4/2004

Squeeze-out, neboli vytlačení minoritních akcionářů, je institut, který většinovému vlastníkovi umožňuje odkoupit akcie minoritních akcionářů i proti jejich vůli. Používá se ve více zemích, většinou ovšem nemá podobu, kterou schválila česká poslanecká sněmovna. Tedy takovou, že majoritní vlastník sám vybírá znalce, který odhadne cenu akcie a za tuto cenu "majoritář" akcie převezme. Minoritní vlastník se může o výši ceny soudit, ale na tom, že přestal být vlastníkem, se už nic nezmění. Podání k soudu nemá odkladný účinek, majoritní vlastník zůstává vlastníkem i v případě, že nezaplatí, není řečeno, čím má vlastně zaplatit – teoreticky by mohl poskytnout např. plnění ve formě výrobků apod.

Návrh na vyvlastňování menšinových akcionářů, „přilepený“ poslancem Doležalem k navýsost potřebné novele zákona, zrychlující zápisy do obchodního rejstříku, vyvolává v občanovi pocit naprostého zmatku.

*Evropská směrnice 2004/25/ES v § 15 (viz) členským státům EU uzákonění squeeze-out, popř. jeho úpravu (ve většině států EU tato možnost existuje) nařizuje. Do českého právního systému má být implementována do roku 2006. Pracuje na tom Ministerstvo financí a Komise pro cenné papíry. Doležalova novela tedy není nijak potřebná, ledaže by šlo o to, umožnit vytěsnění menšinových akcionářů před nabytím účinnosti této novely, která mimo jiné nařizuje zajistit "férovou cenu" a do jisté míry ji i definuje. Je ovšem otázka, jestli u nuceného prodeje vlastního majetku něco takového jako spravedlivá cena existuje. Tržní cena, ta existovat může – např. cena akcie na burze. Ovšem někdo může být ochoten za ni své akcie prodat, někdo nikoli. Někdo je nemusí být ochoten prodat vůbec, protože si je třeba chce ponechat jako pojistku na stáří nebo pro pravidelný výnos formou dividend. **Ve skutečnosti může být cena férová výhradně v případě, že se obě strany na ní dobrovolně dohodnou**, v žádném jiném případě.*

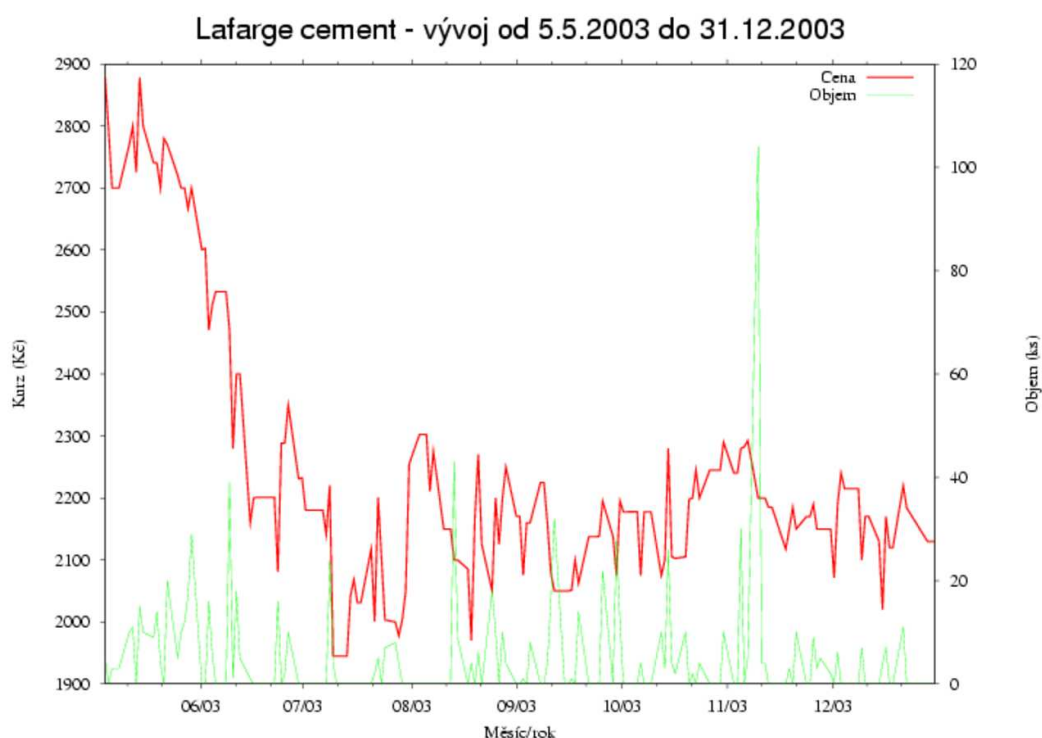
Směrnice zavádí zároveň (§ 16) zrcadlovou možnost – tedy možnost minoritního akcionáře vnutit své akcie majoritnímu (sell-out). To v Doležalově novele není. Za zmínku stojí i to, že v USA naopak jsou minoritní akcionáři chráněni až do té míry, že mohou "vytlačit" akcionáře většinového (expulsion) – pokud s nimi nejedná fěr a schválí to soud. Charakteristické je, že v USA se označení "squeeze-out" (též freeze-out) používá v souvislosti s více či méně nezákonnými způsoby vytlačování menšinových akcionářů např. neproplácením dividend, vyplácením nadměrných odměn vedení a dalšími způsoby útisku. [16]

Lafarge Cement

Mimořádná valná hromada akciové společnosti Lafarge Cement, a.s., konaná dne 30.12.2004, přijala následující rozhodnutí o vyřazení akcií akciové společnosti Lafarge Cement, a.s., z obchodování na oficiálním trhu:

Kmenové akcie akciové společnosti Lafarge Cement, a.s., se sídlem Čížkovice čp. 27, PSČ 411 12, IČ: 14867494, na majitele o jmenovité hodnotě po 1.000,- Kč v zaknihované podobě, ISIN: CZ0008418951, v celkovém počtu 1.142.967 kusů se vyřazují z obchodování na oficiálním trhu organizovaném Burzou cenných papírů Praha, a.s., a z obchodování na oficiálním trhu organizovaném RM-SYSTÉMEM, a.s. Vzhledem k tomu akciová společnost Lafarge Cement, a.s., požádá Komisi pro cenné papíry o souhlas s obsahem veřejného návrhu Smlouvy o koupi akcií ve smyslu ustanovení § 186a obchodního zákoníku č. 513/1991 Sb., v platném znění, po obdržení tohoto souhlasu uveřejní předmětný veřejný návrh a následně podá Burze cenných papírů Praha, a.s., a RM-SYSTÉMU, a.s., jako organizátorům příslušné-

ho regulovaného trhu žádost o vyřazení uvedených akcií z obchodování na jimi organizovaném oficiálním trhu. [13]



Obr. 21. Vývoj akcií Lafarge Cement od 5. 5. 2003 do 5. 5. 2004

11.2.2 RM-S versus obchodník s cennými papíry

V průběhu projektu došlo ke zdražení všech služeb na RM-S včetně poplatků za podání pokynu, což přinutilo velké procento drobných akcionářů vyhledat jiného zprostředkovatele na trhu CP. Původní poplatek za podání pokynu 125 Kč se vyšplhal na 200 Kč plus poplatek z objemu obchodu. Ten byl původně 1,5 % z objemu obchodu, po zdražení 1,6 %. Řešením bylo začít obchodovat přes obchodníka s CP, který by efektivněji zhodnocoval danou investici. Na Zlínsku těmto požadavkům odpovídala společnost Finance Zlín, a. s, jejíž poplatky za služby nezahrnují poplatky za podání pokynu, drobným akcionářům umožňuje obchodovat v KOBOSu na BCPP a navíc tým zkušených makléřů investorům poskytuje všechny potřebné informace a rady týkající se příležitostí na trhu. Umožňuje investorovi vybrat si mezi správou portfolia (asset management) – kdy investor pouze vloží peníze a zbytek nechá na makléřích, kteří jsou provizně zainteresováni na zisku ze zhodnocení tohoto portfolia – nebo nebude s firmou FZ v komisionářském vztahu, o svých investicích si bude rozhodovat sám a přes obchodníka bude pouze zadávat pokyny k nákupu a prodeji. V tomto případě by poplatek činil 1 % z objemu obchodu, minimálně 300 Kč. Pokyny je možno zadávat telefonicky prostřednictvím identifikace rodným číslem a heslem, které si zákazník sám zvolí.

11.3 Profil společnosti

Obchodní jméno: FINANCE Zlín, a. s.

Sídlo: náměstí T. G. Masaryka 1280, 760 01 Zlín

IČ: 60732075

Základní kapitál: 10.000.000 Kč

11.3.1 Historie

Společnost FINANCE Zlín, a. s. (dříve FINANCE Zlín, s. r. o.) byla zapsána do obchodního rejstříku v Brně dne 9. ledna 1995. Ve stejném roce získala povolení působit jako obchodník s cennými papíry. V roce 1999 FINANCE Zlín, a. s. úspěšně prošla procesem přelicensování. V roce 2001 byl společnosti schválen dražební řád. V roce 2002 došlo ke změně právní formy ze společnosti s ručením omezeným na akciovou společnost. V roce 2003 udělila Komise pro cenné papíry souhlas s dalším rozšířením povolení k poskytování hlavní investiční služby obhospodařování individuálních portfolií na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání se zákazníkem.

11.3.2 Aktivity společnosti

Obchodování s cennými papíry na BCPP a RM-S

Klíčovým trhem, na němž je uzavírána většina obchodů, je Burza cenných papírů Praha. Z hlediska objemu uzavřených obchodů je rozhodujícím segmentem SPAD – trh, na němž se obchodují domácí blue-chips ve standartizovaných objemech. RM-Systém je využíván především k uzavírání přímých a aukčních obchodů.

Obchodování s cennými papíry v zahraničí

Nejvíce obchodních pokynů je směřováno na evropské burzy (zejména Deutsche Boerse). K zadávání obchodních pokynů je využíván on-line systém s přímým přístupem. Realizace nákupu nebo prodeje tak trvá řádově sekundy.

Správa majetku (Asset management)

Správa majetku je zaměřena především na privátní zákazníky a právnické osoby. Klientská portfolia jsou spravována od zahájení činnosti firmy. Při správě jsou využívány investiční instrumenty, které odpovídají předem dohodnuté investiční strategii a splňují požadavky na očekávanou výši výnosu i míru rizika instrumentu.

Dražby cenných papírů

Společnost je oprávněná organizovat veřejné dražby cenných papírů na základě rozhodnutí Komise pro cenné papíry č. j. 43/N/175/2001-6 ze dne 6.11.2001.

Podnikové finance (Corporate finance)

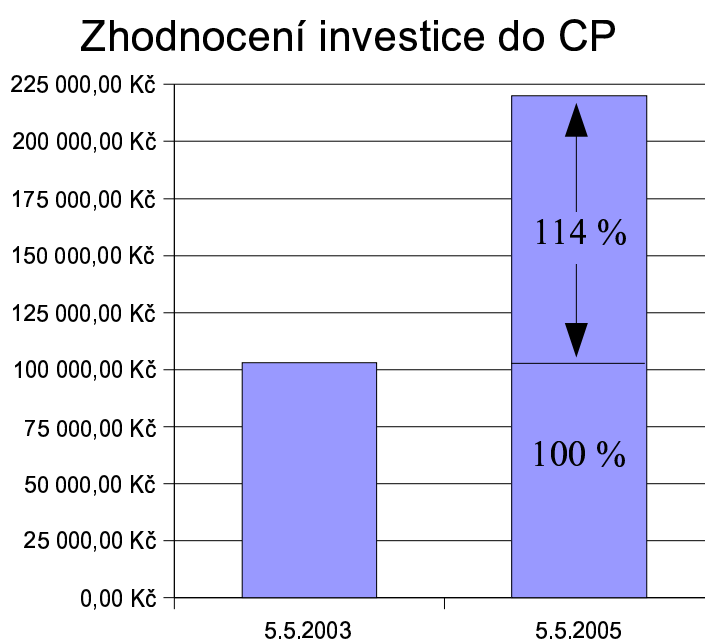
V oblasti podnikových financí se firma zabývá zpracováním a organizací nabídek převzetí, službami spojenými s přeměnou podoby akcií, plněním informační povinnosti emitentů, poradenství ve věci převzetí obchodního jmění, poradenstvím ve věci sloučení a splynutí, výplatou doplatků a předáváním listinných akcií, zhodnocování volných finančních prostředků.

Investiční poradenství a analýzy společnosti

Doplňkovou investiční službu představuje poradenská činnost týkající se struktury kapitálu, průmyslové strategie a služeb souvisejících s fúzí a koupí podniků.

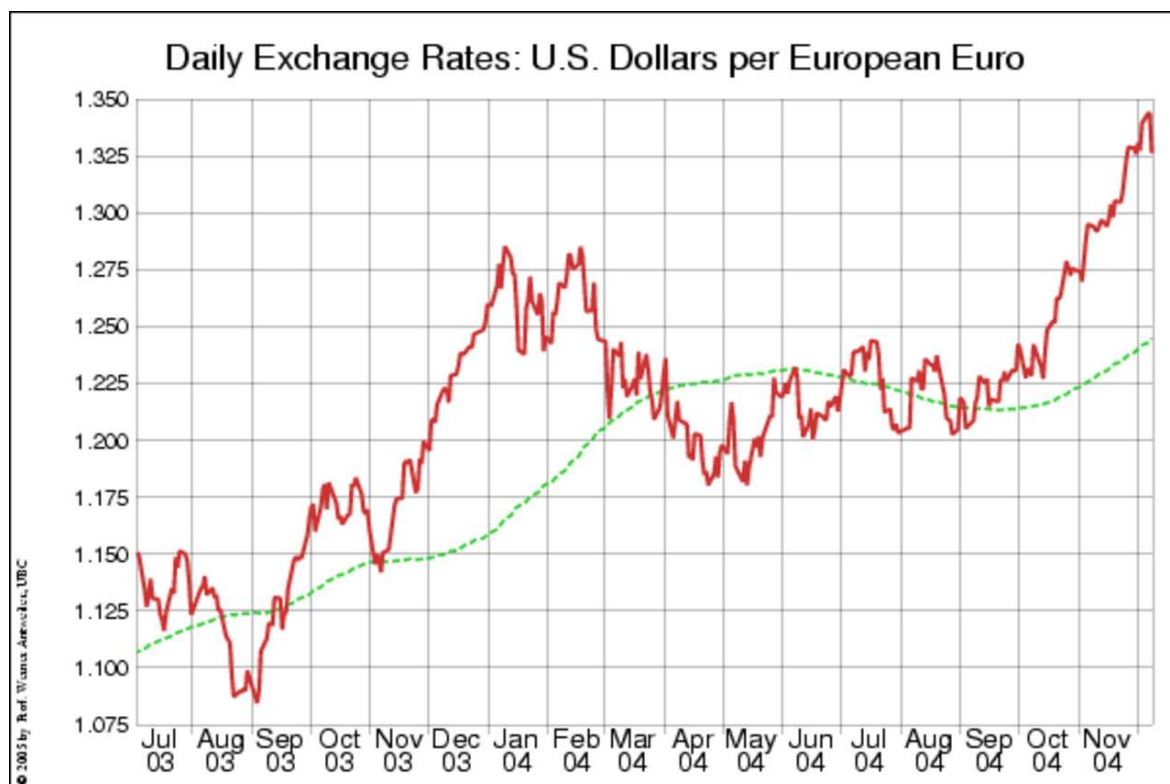
11.4 Výsledky zhodnocení investice do cenných papírů

I přes vysoké riziko byl podhodnocený potenciál trhu ohodnocen a odhadnut správně. Malý český kapitálový trh naprosto nepodléhal vlivům a makrodatům ze sousedních stabilních ekonomik a celosvětová stagnace hospodářského a ekonomického růstu se na našem trhu neprojevila, ba naopak. Kromě toho, že převážná většina akcií zmizela z obou pražských indexů, např. v bázi indexu PX-50 (Příloha P 5) je zahrnuto pouze 15 titulů a v indexu PX-D pouze SPADové tituly (Příloha P 4).



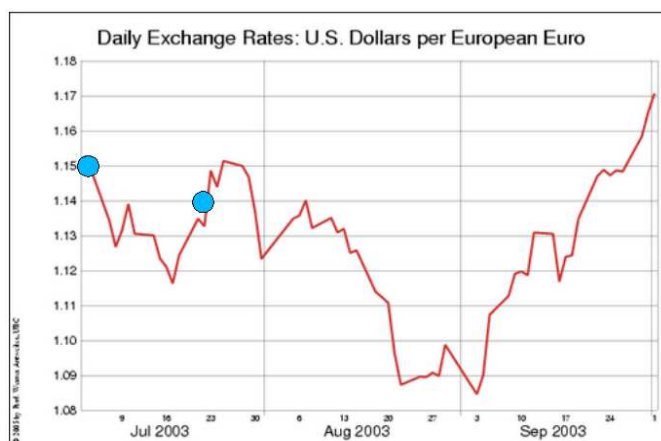
Obr. 22. Zhodnocení investovaných prostředků do CP

Během dvouletého trvání projektu byly 2 tituly z celkem 5 nakoupených staženy z trhu, ale i přesto byla investice výrazně zisková. Dosažený výsledek je o 114 % vyšší než původní objem prostředků investovaných do CP.



Obr. 23. Vývoj EUR/USD od 3. 7. 03 do 8. 12. 04

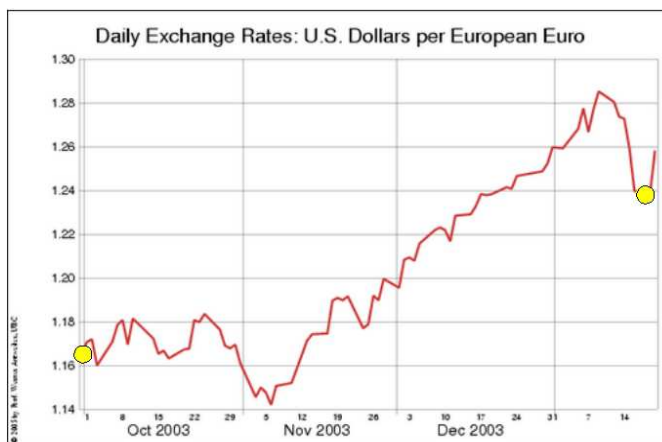
Z grafu (Obr. 23), který sleduje vývoj EUR/USD v průběhu celého období trvání investice je patrné velmi rychlé znehodnocování dolaru vůči EURu. Tento vývoj není náhodný a odráží záměry FEDu i silného lobby amerických vývozců, stejně jako ekonomů volajících po oživení americké ekonomiky. K oslabení přispěl také válečný konflikt v Afghánistánu a neschopnost ECB na tyto americké záměry jakkoli reagovat.



Obr. 24. Vývoj EUR/USD od 3. 7. 03 do 1. 10. 03

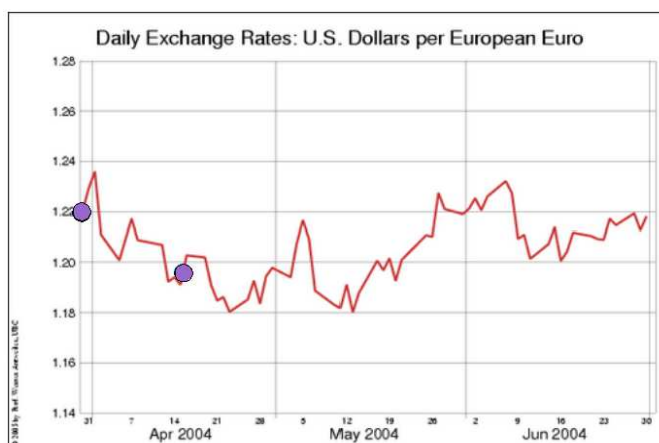
Uzavřením tohoto obchodu (FW 3 měsíce) jsem minimalizovala možné ztráty. Původním záměrem byla spekulace na oslabení dolaru v důsledku špatných makroekonomických dat a politické nestability ve světě. Naproti tomu dolar krátkodobě posiluje až k hodnotě 1,085 USD za EUR. Nakonec se však predikce ukázala správná a 2 týdny před dnem valuty tohoto

kontraktu dolar skutečně oslabil. Riziko bylo však příliš vysoké, proto bylo vhodnější pozici uzavřít a vyčkat následného vývoje.



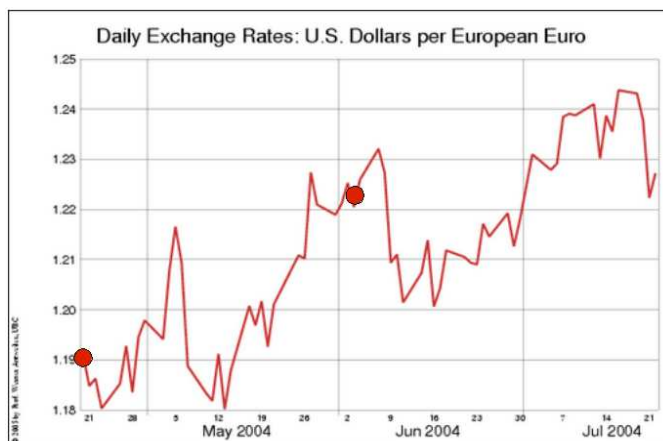
Obr. 25. Vývoj EUR/USD od 30. 9. 03 do 20. 1. 04

30. 9. byl sjednán kontrakt FW na 4 měsíce, protože neustálé signály z FEDu o zvyšování úrokových sazeb, zvyšujícím se deficitu platební bilance a celkové zadluženosti USA, obrovským finančním problémům největších hypotečních společností v USA: Fanny Mae/Freddy Mac, dávaly tušit dalšímu propadu dolaru. Tento odhad se ukázal jako správný, i když se nepodařilo přesně vystihnout minimum a maximum kurzového vývoje. Díky pákovému efektu, kdy KB zastavila na účtu pouze kolaterál ve výši 3 000 EUR, ale kontrakt byl sjednán na 40 000 EUR, se podařilo dosáhnout velmi slušného zisku.



Obr. 26. Vývoj EUR/USD od 30. 3. 04 do 1. 7. 04

Pozice byla otevřená 30. 3. 2004 na období 3 měsíců, ale vzhledem k nejasnému vývoji byla předčasně uzavřena spotem dne 15. 4. s mírným ziskem. Tato pozice byla původně otevřena jako zajišťovací pro spekulaci z 20. 4. uzavřenou na 3 měsíce.



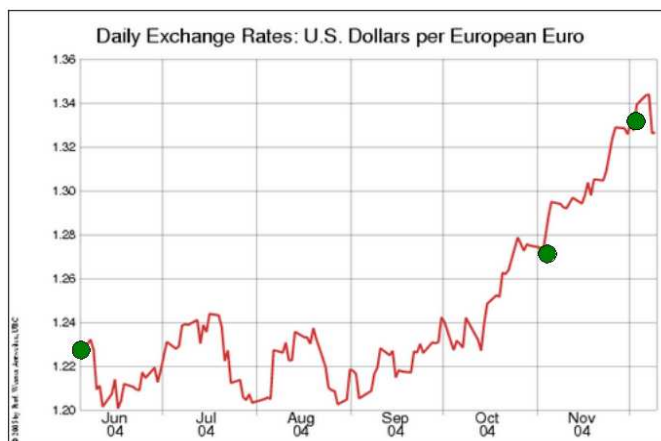
Obr. 27. Vývoj EUR/USD od 20. 4. 04 do 22. 7. 04

Analýza pro otevření této pozice vycházela z cyklického vývoje, kdy v letních měsících pravidelně po několik let docházelo k posilování dolaru díky zvýšené spotřebě domácností, přílivu kapitálu z cestovního ruchu a sektoru dopravy. Analýza předvídání vývoje hodnoty dolaru se ukázala jako lichá a prognózy vycházející z historických dat se nepotvrdily. Navíc bylo nutné uzavřít pozici kvůli nemožnosti sledovat a včas reagovat na vývoj kurzu ze Spojených států, kde jsem v té době dlouhodobě pobývala.



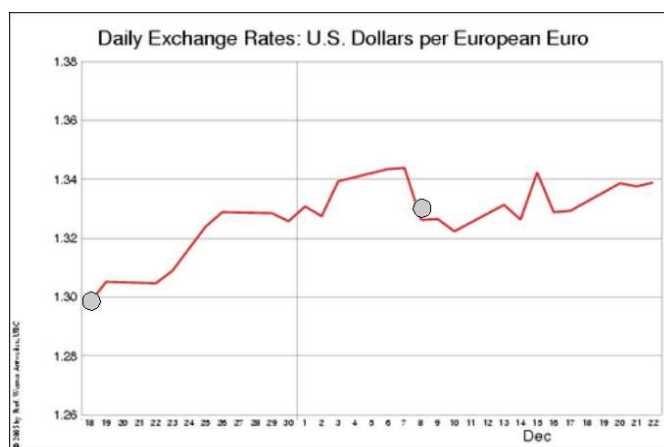
Obr. 28. Vývoj EUR/USD od 20. 4. 04 do 22. 10. 04

Očekávalo se posílení USD v souvislosti s volbou prezidenta na konci října 2004 a stabilizace nejasné situace po válce v Afghánistánu, prudkému nárůstu cen ropy a politického a ekonomického směřování světové velmoci s mnohem menší ztrátou. Tento předpoklad se však ukázal být příliš optimistickým a v květnu došlo k obratu ve vývoji dolarového kurzu a k opětovnému znehodnocování dolaru vůči EUR. Dolar nebyl od května schopen prolomit psychologickou hranici 1,20 za EUR. Výše uvedené skutečnosti potvrzují fakt, že devizové kurzy na dobu delší než několik dní není možno spolehlivě předvídat a analýzy jsou proto jen orientační.



Obr. 29. Vývoj EUR/USD od 7. 6. 04 do 9. 12. 04

Dne 7. června 2004 jsem v podstatě otevřela protioperaci vůči předchozím otevřeným pozicím, čímž jsem dosáhla jistého zajištění a minimalizaci ztrát. Kvůli dosažení co nejlepšího zhodnocení jsem na tuto pozici vytvořila stop-loss a stop-profit hranice a to na úrovni 1,19 a 1,28. Vzhledem ke změně, která nastala počátkem listopadu, kdy technická analýza signalizovala změnu trendu jsem polovinu pozice uzavřela a realizovala zisk a ta samá situace nastala na přelomu listopadu a prosince.



Obr. 30. Vývoj EUR/USD od 18. 11. 04 do 22. 12. 04

Dne 18. 11. 2004 byla otevřena pozice kvůli zajištění předcházejícího forwardu po již zmínované signalizaci změny trendu. Ztrátu se rovněž podařilo téměř optimálně minimalizovat.

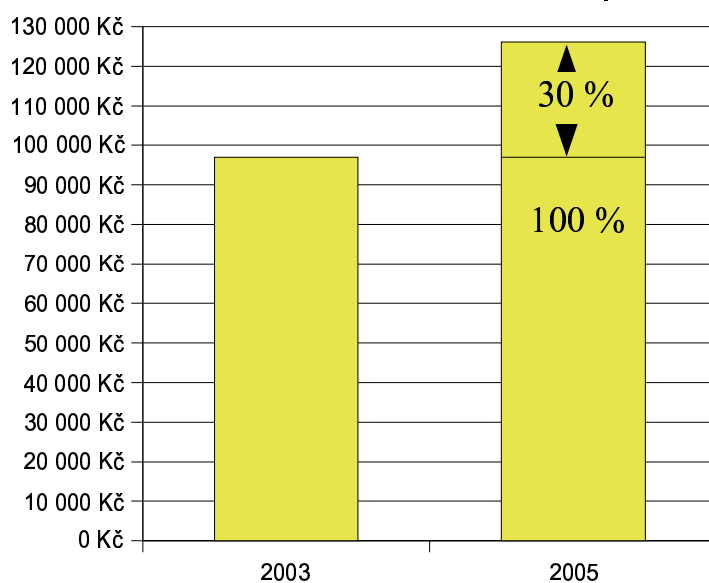
12.2 Rizika derivátových operací na měny

Tento druh operací, kdy vývoj podkladového aktiva nelze přesně předvídat a kdy je využit tzv. pákový efekt se již nedá mluvit o investování. Jedná se o velmi silnou spekulaci, podobnou hazardním hrám nebo loterii. Můžeme zde sledovat celou řadu možných rizik a vlivů, které byly popsány v analytické části a netřeba je dál rozebírat. Následuje tedy pouze jejich výčet:

- kurzové riziko,
- špatně odhadnutý vývoj kurzu měn,
- závislost na ceně futures, surovin (zejména cen ropy a zlata) a jiných aktiv,
- závislost na politické situaci,
- závislost na makroekonomických ukazatelích jednotlivých ekonomik,
- závislost na předvidatelných i nepředvidatelných změnách ve společnosti,
- závislost na změně politického uskupení v daných zemích,
- závislost na změně úrokových sazeb apod.,
- závislost na poptávce ostatních států (budování deviz. rezerv) nebo velkých investičních podniků po měně,
- závislost na celkovém sentimentu trhu,
- závislost na chystaných nebo probíhajících válečných konfliktech,
- závislost na psychologických dispozicích spekulanta a schopnostech protihráče (dealera nabízejícího otevření a uzavření pozice) atd.

12.3 Zhodnocení investic do devizových forwardů

Zhodnocení investice do deviz. operací



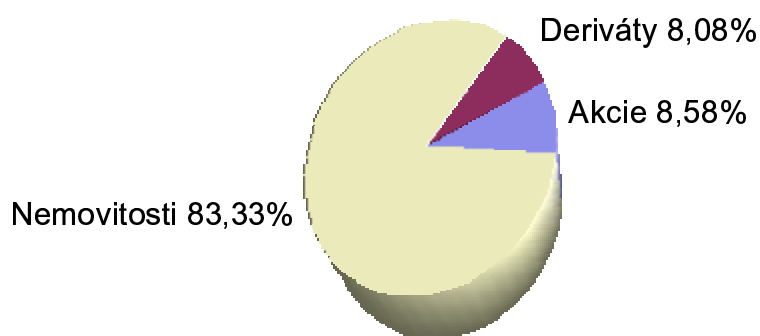
Obr. 31. Zhodnocení investovaných prostředků do deviz. operací

Jak je patrné z grafu (Obr. 31) podařilo se navzdory očekávání dealerů a analytiků KB dosáhnout zisku. Tento zisk v celkové hodnotě 29 077 Kč není očištěn o daň a kurzové rozdíly. Pomíjíme hledisko zdanění zisků z těchto derivátových obchodů, které by jistě bylo nemalé vzhledem k tomu, že ztráty z těchto operací nejsou započítávány. Daňová optimalizace ale není předmětem této práce. Proto si v tomto projektu můžeme dovolit od ní abstrahovat. Vliv kurzového rozdílu ve dvouletém období není vzhledem k objemu obchodu příliš významný.

12.4 Zhodnocení celkové investice

Počáteční majetek 1 200 000 Kč byl rozdělen do 3 investic procentuálně znázorněných v grafu na obrázku č. 32. Největší část byla vložena do nejméně rizikové operace, čímž byl nákup nemovitostí – bytu. Další dvě investice byly rozděleny v přibližně stejném poměru a z celkového množství zaujímá každá přibližně 8 %. Těchto 16 % představuje naproti tomu největší možnou míru rizika při kterém hrozila reálná možnost ztráty 100 % z investované částky a v případě devizových operací ještě mnohonásobně větší.

Rozdělení investovaného kapitálu na jednotlivé druhy investic

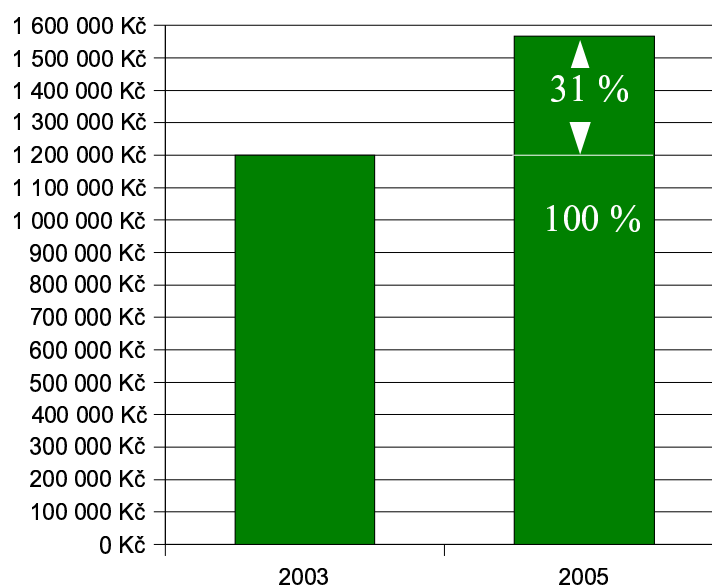


Obr. 32. Rozdělení investic

U všech vytipovaných druhů investic se podařilo dosáhnout zisku, který je v celkovém součtu vyjádřený v grafu (Obr. 33). Hodnota majetku je tedy o 31 % vyšší v roce 2005 než na počátku projektu v r. 2003. Vyjádřeno v absolutních číslech:

- Počáteční kapitál: 1 200 000 Kč k 5. 5. 2003.
- Tržní hodnota kapitálu na konci projektu: 1 567 572 Kč k 5. 5. 2005.

Zhodnocení celkové investice



Obr. 33. Zhodnocení celkově investovaných prostředků

Diverzifikace rizik tohoto projektu probíhala zcela v zásadě „do spekulací investuj jen tolik, kolik si můžeš dovolit ztratit“. Funkce nemovitosti v portfoliu je uchovat a zhodnotit majetek, odhad rostoucích cen nemovitostí se ukázal být správným. Délka investice byla zvolena 10 let. Neočekávám postup meziročního zhodnocování ve stejném tempu, nýbrž krátkodobou stagnaci a následný nárůst hodnoty bytu maximálně 4 % p. a.

Proti vyvlastnění akcií majoritním akcionářem, což možná bude po schválení českým parlamentem v ČR legální, se lze bránit posláním petice prezidentovi republiky (viz příloha) a následnou lobby u jednotlivých poslanců. Očekávám také sérii žalob ze strany minorit k českým i mezinárodním soudům. Trh s CP a jeho vývoj se vymyká zahraničním trendům a v uplynulých letech si akcie strategických českých firem teprve „hledaly“ svou tržní cenu, která by vždy měla korespondovat s tržní cenou srovnatelných firem stejného odvětví v zahraničí. Kdo v minulých letech vsadil na nákup akcií, téměř nemohl prodělat, protože cena titulů povětšinou rostla do závratných čísel. Poněkud méně příjemné už bylo sledovat masové výprodeje povětšinou SPADových titulů ze strany velkých fondů a zahraničních investorů, čímž byla cena titulu sražena během dne i o desítky procent. Tento průběh se týká posledního půl roku zejména akcií Unipetrolu, k jehož volatilitě přispělo i to, že je někteří market-makeri přestali kotovat.

Spekulační deriváty představují rizika nad rámec běžné aktivity subjektů a předvídání vývoje podkladového aktiva je téměř nemožné vzhledem k provázanosti majetků v globální ekonomice. Tato investice se rovná svým rizikem a návratností hazardním hrám.

ZÁVĚR

Při bilancování tohoto projektu je důležité zkoumat především tu aktivnější část portfolia – akcie a devizové forwardy. V obou případech se mi podařilo dosáhnout výnosů nad očekávání. Některé pozice jsou stále otevřené, a tržní hodnotu jsem počítala k 5. 5. 2005. Výnos z akcií činí 114 %, výnos ze spekulací na EUR/USD je 30 % a to především díky pákovému efektu vyplývajícímu z povahy investice. Nutno zde uvést, že případná ztráta z těchto operací by mohla být také mnohonásobně větší, než objem vložených prostředků, což mnohdy vedlo k předčasnému uzavírání pozic stanovením stop-loss a stop-profit hranice.

Testovala jsem aktiva ve stanoveném portfoliu pomocí různých analýz, z nichž některé jsou uvedeny v teoretické části této práce, jiné jsou běžně vyučovány a přednášeny na akademické půdě. V některých případech jsem pro rozhodování použila analýzy renomovaných agentur. Syntézou poznatků z trhu jsem dospěla k přesvědčení, že věrohodnou analýzu vytvořit nelze. Jako příklad mohu uvést čtvrtletní zveřejňování výkazů, podle kterých se investoři na trhu převážně orientují. Daná firma si je toho vědoma a je schopná vykázat obrovské ztráty „za pomoci“ odpisů, rozpouštění rezerv, oprávek atd. přestože reálně hospodaří se ziskem, jenom potřebuje srazit cenu svých akcií dolů, aby třeba „někdo“ mohl dokoupit zbylá procenta do majority... Někdy zase stačí vybrat pro zveřejnění vhodný účetní standard. Např. firma Ahold A. G. hospodařila za 1Q 2005 se ztrátou 500 mil. EUR podle GAAP, zatímco podle IFRS za stejné období vytvořila zisk 480 mil. EUR.

Nechci tvrdit, že zveřejňování a analyzování faktorů ovlivňujících kurzy akcií, indexů nebo měn je nedůležité nebo neužitečné. Ale snažit se odvodit z nich kurzový cíl na několik měsíců dopředu je nesmyslné. Žádná prognóza nemůže postihnout vlivy, kterým jsou finanční a kapitálové trhy neustále vystaveny. Vzpomenu příklad teroristických útoků, mezinárodní diplomatické přestřelky, neočekávané podvody gigantických rozměrů (Ahold, Enron), pády velkých fondů, pády vlád a politických systémů, atd. Vždyť i základní ukazatel P/E, který je velmi oblíben, a který dělí burzovní hodnotu podniku dosaženým ziskem, skýtá problém, který obchodní rok při výpočtu zohlednit. Hodnota z posledního roku je spolehlivá, nicméně dostatečně dlouho známá a v aktuálním kurzu již zohledněná. Dále je pochybné srovnávat P/E konkurentů ve stejném odvětví, neboť není jisté zda hodnota jejich akcií je férová a existuje x příkladů, kdy akcie z vyšší hodnotou P/E zaznamenaly obrovský nárůst hodnoty.

Nejvíce poznatků o fungování na trzích jsem získala díky působení ve firmě FINANCE Zlín, a. s., kde se jsem se setkala s profesionálním přístupem makléřů, s novými druhy produktů vytvořených pro zhodnocení majetku i v době recese a celkového poklesu trhu. Výnosy z tohoto projektu budu pravděpodobně reinvestovat opět prostřednictvím FZ, a. s.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- [1] BENEŠ, V., MUSÍLEK, P. *Burzy a burzovní obchody*. 2. vyd. Praha: Informatorium, 1992. ISBN: 80-85427-25-7.
- [2] BLAKE, D. *Analýza finančních trhů*. 1. vyd. Praha: Grada, 1995. ISBN: 80-7169-201-8.
- [3] COTTLE, S., MURRAY, R. F., BLOCK, F. E. *Analýza cenných papírů*. 1. vyd. Praha: Victoria Publishing, 1996. ISBN: 80-85605-74-0.
- [4] JÍLEK, J. *Finanční a komoditní deriváty*. 1. vyd. Praha: Grada, 2004. ISBN 80-247-0342-4.
- [5] KOSTOLANY, A. *Kostolanyho burzovní seminář pro kapitálové investory a spekulanty*. 1. vyd. Havlíčkův Brod: Mirage Distribution, 2000. ISBN 80-238-5969-2.
- [6] KRÁL, M. *Devizová rizika a jejich efektivní řízení ve firmě*. 1. vyd. Praha: VOX, 2003. ISBN: 80-86324-28-1.
- [7] LIŠKA, V., GAZDA, J. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. ISBN: 80-86419-63-0.
- [8] MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2002. ISBN: 80-86119-55-6.
- [9] POLÁCH, J., KOŘENÁ, K. *Skripta: Peněžní a kapitálové trhy*. 1. vyd. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2002. ISBN: 80-7318-084-7.
- [10] SVOBODA, M. *Jak investovat aneb Anatomie burzovních lží*. 2. vyd. Brno: CP Books, 2005. ISBN 80-251-0572-X.
- [11] *Energetická společnost ČEZ, a. s.* [online]. 2003, [cit. 2005-05-05].
<<http://www.cez.cz/cze/profi/investor/vysledky/ctvrtletni/article.asp?id=43110&cat=5240&ts=8ec44>>
- [12] *Finance.cz - Domovská stránka* [online]. 2005, [cit. 2005-04-05].
<<http://www.finance.cz/home/index.phtml>>
- [13] *Lafarge Cement rozhodl o stažení akcií z veřejných trhů (čekejte odkup)* [online]. 2005, [cit. 2005-04-30]. <<http://ipoint.financninoviny.cz/detail.php?article=40459>>
- [14] *Předběžné konsolidované hospodářské výsledky skupiny UNIPETROL za rok 2003* [online]. 2004, [cit. 2005-04-05].
<<http://ipoint.financninoviny.cz/detail.php?article=29565>>

- [15] UNIPETROL [online]. 2003, [cit. 2005-05-01].
<http://www.unipetrol.cz/html/index.php?s1=1&s2=3&s3=1&s4=0&s5=0&s6=0&limit=7&od=14&lng=1&user_url=&menu_id=1&m=1&typ=tiskove_zpravy&recid_cl=141&menu_id=1>
- [16] HAVLÍČKOVÁ, K. *Názory na téma Kurz akcie Č. RADIOKOMUNIKACE* [online]. 2005, [cit. 2005-04-30]. <<http://nazory.fin.cz/nazory/default.asp?A=V&T=66>>
- [17] BALGA, P. *Tvorba optimálního portfolia na českém kapitálovém trhu: inženýrská diplomová práce*, Zlín. 1998. Vysoké učení technické v Brně. Fakulta managementu a ekonomiky. Vedoucí diplomové práce Ing. Petr Šaur.

DOPORUČENÉ ZDROJE

BLAHA, Z. S., JINDŘICHOVSKÁ, I. *Opce, swapy, futures - deriváty finančního trhu*. 2. vyd. Praha: Management Press, 1997. ISBN: 80-85943-29-8.

FANTA, J. *Psychologie, algoritmy a umělá inteligence na kapitálových trzích*. 1. vyd. Praha: Grada, 2001. ISBN: 80-247-0024-7.

KRÁL, M. *Skripta: Řízení bankovních obchodů*. 3. vyd. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2002. ISBN: 80-7318-063-4.

12 let obchodování na pražské burze – Burza cenných papírů Praha [online], a.s. 2005. <<http://www.pse.cz/burza/default.asp?ka=1087>>

Burza cenných papírů Praha, a.s. – Promptní trh [online]. 2005.

<http://www.pse.cz/obchodovani/promptni_trh.asp>

FINANCE Zlín, a.s. – www.financezlin.cz – Aktivní investor [online]. 2005.

<<http://www.financezlin.cz/>>

Patria Online – Základní makroekonomická data [online]. 2005.

<http://www.patria.cz/ekonomika/ma_data.asp>

SCP Praha [online]. 2005. <<http://www.scp.cz/wwwscp/default.htm>>

ZÁMEČNÍK, P. *Vyplatí se investovat na pražské burze?* [online] 2004.

<<http://www.mesec.cz/clanky/vyplati-se-investovat-na-prazske-burze/>>

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

BCPP	Burza cenných papírů Praha, a. s.
BIC	Bank Identifier Code
CC	Clearingové centrum
CP	cenný papír
CZK	česká koruna
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČS	Česká spořitelna
ČSOB	Československá obchodní banka
ČSÚ	Český statistický úřad
EBIT	Earnings Before Interest and Tax(es)
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization
ECB	Evropská centrální banka
EU	Evropská unie
EUR	Euro
FED	Federal Reserve (US central bank)
FW	forward
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GFB	Garanční fond burzy
HDP	hrubý domácí produkt
ISIN	International Security Identification Number
KB	Komerční banka
KCP	Komise pro cenné papíry
MF	Ministerstvo financí
NYSE	New York Stock Exchange (New Yorská burza)
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
PZI	přímé zahraniční investice
Q	kvartál
RM-S	RM-Systém, a. s.
ROA	Rentabilita aktiv
SP	spot
UNIS	Unie investičních společností České republiky
USA	Spojené státy americké
USD	americký dolar

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obr. 1. Schéma finančního trhu [9].....	12
Obr. 2. Postavení Střediska cenných papírů v rámci kapitálového trhu.....	16
Obr. 3. Investor s vysokou averzí vůči riziku [8].....	24
Obr. 4. Investor s nízkou averzí vůči riziku [8].....	24
Obr. 5. Investor vyhledávající riziko [8].....	24
Obr. 6. Investor s umírněnou averzí vůči rizik [8].....	24
Obr. 7. Graf vývoje kurzu CZK/EUR za rok 2003.....	37
Obr. 8. Graf vývoje kurzu CZK/USD za rok 2003.....	37
Obr. 9. Relativní graf vývoje kurzu EUR a USD vzhledem k CZK.....	38
Obr. 10. Vývoj kurzu akcií ČEZ, a. s. v 1Q 2003 v porovnání s indexem PX50 [11].....	41
Obr. 11. Vývoj kurzu akcií Lafarge Coppee od června 2002 – května 2005.....	42
Obr. 12. Vývoj ceny akcií Českého Telecomu na BCPP v roce 2003.....	44
Obr. 13. Vývoj akcií Unipetrolu na BCPP za 1. kvartál r. 2003.....	45
Obr. 14. Srovnání růstu HDP USA a EU.....	48
Obr. 15. Zhodnocení investice do nemovitosti.....	53
Obr. 16. Vývoj akcií Unipetrol od 5. 5. 2003 do 12. 5. 2005.....	55
Obr. 17. Vývoj akcií Český Telecom od 5. 5. 2003 do 12. 5. 2005.....	55
Obr. 18. Vývoj akcií ČEZ od 5. 5. 2003 do 12. 5. 2005.....	56
Obr. 19. Struktura portfolia na počátku projektu.....	56
Obr. 20. Vývoj akcií ČRa od 11. 5. 2004 do 31. 5. 2004.....	57
Obr. 21. Vývoj akcií Lafarge Cement od 5. 5. 2003 do 5. 5. 2004.....	61
Obr. 22. Zhodnocení investovaných prostředků do CP.....	63
Obr. 23. Vývoj EUR/USD od 3. 7. 03 do 8. 12. 04.....	66
Obr. 24. Vývoj EUR/USD od 3. 7. 03 do 1. 10. 03.....	66
Obr. 25. Vývoj EUR/USD od 30. 9. 03 do 20. 1. 04.....	67
Obr. 26. Vývoj EUR/USD od 30. 3. 04 do 1. 7. 04.....	67
Obr. 27. Vývoj EUR/USD od 20. 4. 04 do 22. 7. 04.....	68
Obr. 28. Vývoj EUR/USD od 20. 4. 04 do 22. 10. 04.....	68
Obr. 29. Vývoj EUR/USD od 7. 6. 04 do 9. 12. 04.....	69
Obr. 30. Vývoj EUR/USD od 18. 11. 04 do 22. 12. 04.....	69
Obr. 31. Zhodnocení investovaných prostředků do deviz. operací.....	70
Obr. 32. Rozdělení investic.....	71
Obr. 33. Zhodnocení celkově investovaných prostředků.....	72

SEZNAM TABULEK

Tab. 1. Základní makroekonomické ukazatele České republiky (r. 2003).....	33
Tab. 2. Celkový počet cenných papírů ke dni 13.5.2005.....	38
Tab. 3. ČEZ – Souhrnná zpráva o hospodaření za 1Q 2003[11].....	40
Tab. 4: Změna reálného HDP USA 2000–2003 v %.....	48
Tab. 5. Časový průběh jednotlivých investic a kvantifikace zisku.....	54
Tab. 6. Timing jednotlivých pozic uzavřených a otevřených derivátových kontraktů s podkladovým aktivem USD/EUR.....	65
Tab. 7. Báze indexu PX-D.....	85
Tab. 8. Báze indexu PX-50.....	86

SEZNAM PŘÍLOH

PŘÍLOHA P 1 – Bezpečnostní pyramida[9]

PŘÍLOHA P 2 – Členové BCPP

PŘÍLOHA P 3 – Petice proti vyvlastňování akcionářů

PŘÍLOHA P 4 – Báze indexu PX-D a vývoj

PŘÍLOHA P 5 – Báze indexu PX-50 a vývoj

PŘÍLOHA P 1 – BEZPEČNOSTNÍ PYRAMIDA[9]

Opce a termínované kontrakty			
Akcie a podnikatelské projekty			
Směnky		Finanční spoluúčast	
Podnikové obligace			
Zástavní listy		Pojistky a renty	
Zúročené pen. vklady se státní garancí	Depozitní certifikáty	Pokladn. poukázky	Státní a kom. obligace
Nemovitosti	Drahé kovy	Starožitnosti	Sbírky

PŘÍLOHA P 2 – ČLENOVÉ BURZY CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA

ABN AMRO Bank N.V., pobočka Praha
ATLANTIK finanční trhy, a.s.
BAWAG Bank CZ a.s.
BH Securities a.s.
BODY INTERNATIONAL BROKERS a.s.
CAPITAL PARTNERS a.s.
CYRRUS, a.s.
Česká spořitelna, a.s.
Českomoravská záruční a rozvojová banka, a.s.
Československá obchodní banka, a. s.
DEUTSCHE BANK AG Filiale Prag, org. složka
EPIC Securities, a.s.
Fio, burzovní společnost, a.s.
Global Brokers, a.s.
HVB Bank Czech Republic a.s.
ING Bank N.V.
J&T BANKA, a.s.
Komerční banka, a.s.
Patria Finance, a.s.
PPF banka a.s.
Raiffeisenbank a.s.
WOOD & Company Financial Services, a.s.
Živnostenská banka, a. s.

Další osoby oprávněné uzavírat burzovní obchody:

Česká konsolidační agentura
ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
Ministerstvo financí ČR (Ministry of Finance)

(Zdroj: http://www.pse.cz/clenove/seznam_clenu.asp)

PŘÍLOHA P 3 – PETICE PROTI VYVLASTŇOVÁNÍ AKCIONÁŘŮ

Vážený pane prezidente,

obracíme se na Vás touto peticí s naléhavou žádostí, abyste nepřipojil svůj podpis pod návrh zákona schválený Poslaneckou sněmovnou, jímž se mění zákon č.513/1991 Sb., obchodní zákoník (sněmovní tisk číslo 566), a to pro jeho naprostou neslučitelnost s principy moderní občanské společnosti, akcentující práva jednotlivce, jako je v tomto případě nedotknutelnost jeho soukromého vlastnictví.

Část novely upravující právo výkupu účastnických cenných papírů považujeme za akt „udělení práva jednomu soukromému subjektu aplikovat bezprávi vůči jinému soukromému subjektu“. Jsme přesvědčeni, že takováto forma „vyvlastnění“, se všemi jejími dalšími negativními důsledky pro minoritní akcionáře, nemá oporu jak v Listině základních práv a svobod, tak ani v Ústavě ČR.

Proč:

Jedná se především o získání majetku jednoho soukromého subjektu jiným soukromým subjektem v jeho výlučný ekonomický prospěch, tudíž zde není naplněn žádný aspekt veřejného zájmu. Všichni menšinoví akcionáři jsou a priori považováni za minoritu škodící ekonomice naší země. To právě v době, kdy společnosti, v nichž akcie vlastní, prošly obtížnou transformační dekádou a jsou nyní v mnoha případech schopny svým akcionářům přinášet solidní výnosy.

K převodu majetku nedochází na základě svobodné vůle subjektu, v jehož vlastnictví se tento majetek nachází. Tomuto subjektu je během procesu vyvlastnění upřena možnost jakkoliv bránit svůj majetek a jeho převod před nezávislým soudem. Je zde očividně pošlapáváno nezadatelné právo na svobodný proces.

Výši protiplnění určuje subjekt vyvlastňující, v jehož zájmu je pochopitelně stanovit jeho výši co možná nejnížší. Je si přitom dobře vědom, že snaha menšinového akcionáře o případné dorovnání přiměřené ceny je pro nákladnost, časovou náročnost a absenci informací o hospodaření společnosti velmi omezená, neboť náklady na takový spor a obstarání si informací jsou pro vyvlastňovaného akcionáře obvykle v příkrém nepoměru k výši majetku, o nějž se jedná. Zákon vyvlastňovaným dokonce ani nedává žádnou záruku, že za zabavený majetek vůbec kdy dostanou zapláceno.

Nemůžeme přijmout ani argumentaci některých poslanců, že tímto agresivním zásahem do práv jednotlivce alespoň konečně dojde k likvidaci obtížných reziduí kupónové privatizace v podobě statisíců drobných akcionářů, a konečně tak tato dostane punc jednoho z největších omylů v naší novodobé ekonomické historii. Tímto způsobem by ovšem byl tento proces, ať už jej hodnotíme jakkoliv, korunován značnou majetkovou křivdou na statisících občanů.

S úctou

Jméno a příjmení:

Bydliště:

Datum: Podpis:

Osoba zastupující petiční výbor ve styku se státními orgány: Jiří Psota, Na Vrších 1490/7, 100 00 Praha 10

Dostupné online na: <http://vyvlastneni.aktualne.cz/petice.htm>

PŘÍLOHA P 4 – BÁZE INDEXU PX-D A VÝVOJ

Tab. 7. Báze indexu PX-D²

Poř.	ISIN	BIC	Název CP	Red. počet CP	Red. tržní kapital. [mil. Kč]	Váha [%]
1	AT0000652011	BAAERBAG	ERSTE BANK	241 442 892	267 518,7	32,06
2	CZ0005112300	BAACEZ	ČEZ	592 210 843	230 429,2	27,61
3	CZ0009093209	BAATELEC	Č. TELECOM	322 089 890	144 457,3	17,31
4	CZ0008019106	BAAKOMB	KOM. BANKA	38 009 852	103 424,8	12,39
5	CS0008418869	BAATABAK	P. MORRIS ČR	1 913 698	31 258,3	3,75
6	NL0000405173	BAAZEN	ZENTIVA	38 136 230	28 831,0	3,45
7	Z0009091500	BAAUNIP	UNIPETROL	181 334 764	23 029,5	2,76
8	LU0122624777	BAAORCO	ORCO	4 622 824	5 524,3	0,66
			Celkem		834 473,2	



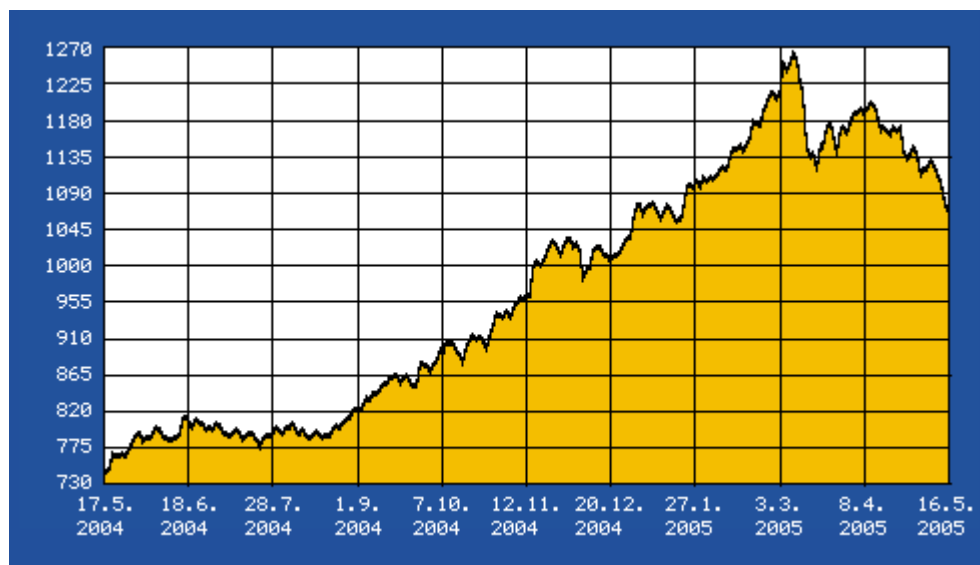
Index PX-D (rok)

² Zdroj: Burza cenných papírů Praha, a.s. - Báze indexů [online]. 2005, [cit. 2005-05-15]. Dostupné na: http://www.psc.cz/vysledky/stats_px50.asp?Combo1Value=d&index=x1&obdobi=d

PŘÍLOHA P 5 – BÁZE INDEXU PX-50 A VÝVOJ

Tab. 8. Báze indexu PX-50³

Poř.	ISIN	BIC	Název CP	Red. počet CP	Red. tržní kapital. [mil. Kč]	Váha [%]
1	CZ0005112300	BAACEZ	ČEZ	413 259 556	156 832,0	22,32
2	CZ0009093209	BAATELEC	Č. TELECOM	322 089 890	144 070,8	20,50
3	AT0000652011	BAAERBAG	ERSTE BANK	126 785 728	138 069,7	19,65
4	CZ0008019106	BAAKOMB	KOM. BANKA	38 009 852	101 600,3	14,46
5	CZ0008002755	BAACSPOJ	Čs POJIŠŤOVNA	1 983 494	36 793,8	5,24
6	CS0008418869	BAATABAK	P. MORRIS ČR	1 913 698	31 032,5	4,42
7	NL0000405173	BAAZEN	ZENTIVA	38 136 230	28 354,3	4,03
8	CZ0009091500	BAAUNIPÉ	UNIPETROL	181 334 764	22 295,1	3,17
9	CZ0005102350	BAASEVDO	SEVČES. DOLY	7 516 485	14 364,0	2,04
10	CZ0005078055	BAASEVEN	SČ ENERG.	2 151 643	6 454,9	0,92
11	CZ0005078253	BAASTREN	STČ ENERG.	2 363 596	5 474,1	0,78
12	LU0122624777	BAAORCO	ORCO	4 622 824	5 394,8	0,77
13	CS0005022854	BAASTASZ	SSŽ	1 386 200	5 338,3	0,76
14	CZ0005103952	BAASOKUH	S. UHELNÁ	5 949 294	5 056,9	0,72
15	CZ0005091355	BAAPARAM	PARAMO	1 330 078	1 642,6	0,23
			Celkem		702 774,2	



Index PX 50 (rok)

3 Zdroj: Burza cenných papírů Praha, a.s. - Báze indexů [online]. 2005, [cit. 2005-05-15]. Dostupné na: http://www.pse.cz/vysledky/stats_pxd50.asp?Combo1Value=d&index=x2&obdobi=d