ňažný a kapitálový trh, v dôsledku čoho sa stráca rozdiel medzi poistným a peňažným či kapitálovým trhom. Preto sú aj ich nástroje často priraďované k nástrojom peňažného alebo kapitálového trhu.

Z hľadiska ***teritoriálneho princípu*** možno rozdeliť finančný trh na **národný** a **medzinárodný trh**.

## 1.5 Nové tendencie vo vývoji finančných trhov

V priebehu 20. storočia prešli finančné trhy, okrem toho, že ich zasiahli dve veľké celosvetové krízy, významnými zmenami. Tieto viedli k zmenám nielen v mechanizme fungovania, k výraznému otvoreniu, prepojeniu a závislosti národných finančných trhov, ale aj k vzniku nových typov transakcií s vysoko sofistikovaným obchodným systémom.

V roku l986 zasiahol finančné trhy vyspelých ekonomík tzv. *Big Bang* (veľký tresk), ktorý priniesol výrazné zmeny vo finančných systémoch. Sprievodnými javmi týchto procesov sa stala globalizácia a liberalizácia finančných trhov, ktoré otvorili väčší priestor na plnenie hlavných funkcií finančného trhu.

Obrovské zmeny sa týkali predovšetkým *regulačného systému,* diametrálne sa však zmenili aj *využívané technológie* na finančnom trhu.

V minulosti fungovali finančné trhy prísne regulované štátom prakticky na nemennom základe celé storočie. Prísne oddelene pôsobili aj jednotlivé subjekty na trhu. Každý mal presne vymedzené kompetencie a existovala dôsledná ochrana investora. Legislatívne vymedzené postavenie mal burzový maklér stanovujúci cenu na burze, makléri obchodujúci na účet svojich klientov, resp. dílerov cenných papierov, ktorí obchodujú s cennými papiermi na vlastný účet a zabezpečujú tak likviditu trhu. Napríklad na burzách mohli obchodovať len členovia burzy a aby sa predišlo konkurencii zo strany nečlenov – rôznych brokerských firiem, za burzové transakcie sa stanovili len minimálne poplatky. Obchody sa realizovali väčšinou klasicky na parkete burzy, kde makléri i díleri na základe kótovanej ceny nakupovali alebo predávali rôzne cenné papiere. Jednotlivé národné trhy pôsobili ešte značne izolovane, a to najmä pre teritoriálnu vzdialenosť a pomalší presun informácií z jednotlivých obchodných centier.

Čo bolo príčinou naštartovania celosvetového Big Bangu? Pri hľadaní odpovede na túto otázku sa treba zamerať už na predchádzajúci vývoj finančných trhov. Od začiatku 70. rokov 20. storočia postihlo svetový finančný systém niekoľko dramatických zmien spojených s celosvetovou krízou finančného systému a s pádom bretton-woodskych dohôd, ktoré zabezpečovali pevné výmenné kurzy. Plávanie kurzov viedlo k tvorbe nových produktov v podobe opcií, futurít a swapov, ktoré zabezpečovali investora v prípade nepriaznivého vývoja kurzov. Popri zmenách menových kurzov sa začali prejavovať i výrazné zmeny úrokových sadzieb (volatilita) spôsobené najmä ropnými šokmi. To si takisto vyžadovalo zaviesť podobné nástroje ako pri menových kurzoch, aby bol investor chránený v prípade poklesu výnosov. V 80. rokoch 20. storočia došlo teda na finančných trhoch k výrazným ***finančným inováciám***. Ich základnými druhmi sú finančné deriváty, ktoré sa využívajú pri eliminácii rizika a na druhej strane umožňujú rôzne špekulatívne obchody. Veľký boom zazna-

menala aj automatizácia bankových operácií, ktoré využívajú platobné karty, telefonické bankovníctvo, home banking.

Výrazné zmeny spôsobila aj dlžnícka kríza v roku l982, keď Mexiko ako jeden z najväčších svetových dlžníkov odmietlo platiť svoje záväzky. Banky začali riadiť svoje bilancie a zabezpečovať likviditu inak než dovtedy. Výrazným prvkom v tomto procese sa stala ***reštrukturalizácia bánk a finančných inštitúcií***, a to najmä ich konsolidáciou, tvorbou obrovských finančných supermarketov so silnou marketingovou orientáciou a zvýšeným tlakom na úsporu nákladov.

Z hľadiska negatívnych skúseností z obdobia dlžníckej krízy, ako aj obmedzenia rizika a prísnych regulačných opatrení zavedených v 80. rokoch 20. storočia banky ustupujú od poskytovania veľkých syndikovaných úverov. Predávajú ich často nebankovým inštitúciám, ktoré na tieto úvery emitujú cenné papiere a predávajú ich širokej verejnosti. Do popredia sa dostávajú aj otázky financovania veľkých projektov, tzv. ***projektové financovanie***. Banky sa pri ňom snažia rozložiť veľké sumy úverov medzi niekoľko bánk, aby sa tak znížilo riziko.

Aj komerčné banky sústreďujú čoraz viac svojich aktív do cenných papierov, predovšetkým takých, ktoré zabezpečujú ich likviditu. Tento proces sa v ekonomickej teórii označuje ako ***sekuritizácia***. Banky začínajú vo veľkom realizovať aj rôzne emisné a sprostredkovateľské obchody, ktoré sú tiež značným zdrojom ich výnosov, a samy vytvárajú nové finančné nástroje, s ktorými vstupujú na trh. Sekuritizácia umožňuje presun veľkej časti úverov či iných záväzkov do rôznych častí sveta, čím sa finančné trhy stávajú nielen integrovanejšie, ale aj citlivejšie na kolapsy najmä veľkých finančných inštitúcií.

Všetky tieto procesy vedú aj k ***internacionalizácii*** finančných trhov. Je to dlhodobý proces spájania jednotlivých národných trhov do jedného globálneho trhu. Pomáha tomu aj značne liberálna devízová politika, ktorá umožňuje investorom investovať i za hranicami krajiny. Internacionalizácia finančných trhov sa realizuje prostredníctvom týchto kanálov:

1. zaviedlo sa 24-hodinové obchodovanie s národnými akciami a s akciami sa obchoduje okrem domáceho trhu aj na zahraničných trhoch,
2. prepojili sa národné a medzinárodné burzové trhy,
3. tvorba globálneho trhu, ktorý vytvorili banky a iné finančné inštitúcie,
4. vytvorila sa globálna elektronická obchodná sieť (Globex).

Z uvedeného vyplýva, že banky a ostatné finančné inštitúcie prestali robiť rozdiel medzi národným a medzinárodným trhom a ich hnacím motívom sa stal dodatočný zisk, resp. možnosť diverzifikácie ich portfólia na viacerých trhoch.

Novým prvkom na svetových finančných trhoch je ***inštitucionalizácia***. Znamená, že na finančný trh vstupujú nové subjekty, ktoré majú inštitucionálny charakter a začínajú ovládať veľké množstvo obchodov. Podstatný liberalizmus na súčasných finančných trhoch vytvoril vhodné podmienky na inváziu predovšetkým rôznych investičných spoločností a penzijných fondov, ktoré značnú časť svojich aktív umiestňujú práve v zahraničí. Tieto inštitúcie finančného trhu sa dnes stali vážnymi konkurentmi bánk na finančnom trhu, dokonca ich z niektorých pozícií úplne vytláčajú.

Technologickou dimenziou Big Bangu je nástup automatizácie a rozvoj telekomunikačnej techniky. Na väčšine trhov i búrz sa v súčasnosti využíva počítačový systém,

Ako vyplýva z príkladu, investor dosahuje pri danej úrokovej sadzbe, dani a inflácii v skutočnosti len nízky kladný čistý výnos.

### 5.3.1 Faktory ovplyvňujúce výšku daňového zaťaženia

Výška daňového zaťaženia sa určuje aj v závislosti od:

- **finančného produktu**, napr. výnos z dlhopisu môže byť zdanený inou sadzbou ako výnos z akcie v podobe dividendy. Niektoré produkty môžu byť dokonca od daní oslobodené (napr. v minulosti to boli aj štátne cenné papiere, v súčasnosti sú to napr. hypotekárne záložné listy alebo cenné papiere emitované NBS na cudziu menu). Na niektoré produkty sa môžu stanovovať osobitné sadzby dane (napr. 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %). Niektoré produkty sa môžu dokonca zdaňovať dvojakým spôsobom (napr. pri dlhopisoch sa inou sadzbou zdaňuje kupónový výnos a inou sadzbou rozdiel medzi emisnou cenou a menovitou hodnotou a pod.);
- **investora**, pričom rozdiely sa prejavujú pri zdaňovaní súkromného investora a spoločnosti. V niektorých prípadoch môže byť investor od dane úplne oslobodený alebo oslobodený na určitý čas (napr. investor ako fyzická osoba do štátnych dlhopisov je v SR oslobodený od platenia daní, podobne investor ako fyzická osoba môže byť oslobodený od platenia daní, ak doba držby akcií je viac ako tri roky, a pod.);
- **trhu alebo štátu**, na ktorom sa realizuje daná investícia. V tomto prípade treba brať do úvahy, aký daňový systém má vybudovaný štát[1], resp. či existujú dohody o zamedzení dvojitého zdanenia medzi štátom investora a štátom emitenta.

Investori v posledných rokoch umiestňujú svoje investície na rôznych trhoch. Medzinárodné investovanie by nebolo výhodné, ak by neexistovali ***dohody o zamedzení dvojitého zdanenia***. Investor by musel daň zo svojich príjmov zaplatiť dvakrát, čo by vytvorilo bariéry pre globalizáciu finančných trhov. Preto je snahou každého investora, aby jeho materská krajina mala s danou krajinou uzatvorenú dohodu o zamedzení dvojitého zdanenia, čo mu zabezpečí, že daň bude platiť len raz, resp. bude od platenia daní oslobodený. Veľkú úlohu tu, samozrejme, hrá aj technika zabezpečenia dohody o zamedzení dvojitého zdanenia, t. j. akým spôsobom možno zaistiť, aby pri zaplatení dane v jednej krajine bolo možné uplatniť ju ako odpočítateľnú položku v druhej krajine. Vo svete sa používajú dve metódy:

- ***priamy zápočet*** (*direkt credit*) – znamená, že v prípade zdanenia príjmu investora v krajine investície si môže túto daň investor odpočítať od zdaniteľného základu v materskej krajine, napr. investor zaplatí daň z dividendy spoločnosti v krajine X, a zároveň si môže túto daň uplatniť ako nákladovú položku v jeho krajine Y;
- ***nepriamy zápočet*** (*indirekt credit*) – umožňuje investorovi započítať si i daň, ktorú zaplatila spoločnosť zo zisku, určeného na vyplácanie dividend.

Daňový systém krajiny, daňová kultúra i etika v štáte, ale najmä výška daňových sadzieb môžu vlastníkov kapitálu odrádzať od investovania. Snahou investorov je potom presúvať kapitálové výnosy do teritórií s prijateľnejším a mäkším daňovým reži-

[1] V krajinách EÚ sú v súčasnosti rozdielne daňové systémy. V rámci EÚ silnie potreba harmonizácie daňových systémov.

mom. Tieto sa nazývajú **off-shore centrá** alebo **daňové raje**. Dôvody fungovania off-shore centier a presunu kapitálu do nich sú tieto:

- vysoké dane v krajine trvalého pobytu investorov, a to nielen dane z príjmov, ale i darovacie a dedičské dane,
- snaha vyhnúť sa problému znárodnenia alebo konfiškácie,
- snaha o anonymitu v prípade akciového kapitálu, ako aj bankových úspor; off-shore centrá totiž zaručujú ochranu – vysoká úroveň bankového tajomstva,
- off-shore centrá majú často podstatne nižšie dane a ide o politicky stabilné krajiny,
- neexistujú tu devízové obmedzenia a je tu vysoký stupeň liberalizácie obchodných transakcií,
- ponúkajú aj možnosť v krátkom čase presídliť v prípade rizika bez mimoriadnych ťažkostí spoločnosť do zahraničia a pod.

V niektorých krajinách platia zákony, ktorých cieľom je zmierniť daňové bremeno. Poskytujú výhody, ktoré znižujú zdanenie. Sú to napr. Kajmanské ostrovy, Bermudy, Bahamy, Britské Panenské ostrovy, Tursk a Caicos.

V iných krajinách sú zdaňované len podnikateľské činnosti uskutočnené na území príslušnej krajiny, zatiaľ čo príjmy dosiahnuté mimo tohto územia sú čiastočne a niekedy celkom oslobodené od dane, napr. Hongkong, Panama, Írsko. Možno spomenúť aj európske krajiny, ako je Luxembursko, Holandsko, Normandské ostrovy, Lichtenštajnsko, Monako, z ktorých mnohé sú členmi Európskej únie. V týchto krajinách platia pre niektoré obchodné a holdingové spoločnosti alebo syndikáty špeciálne zákony.

Uvedené štatutárne nástroje nemožno chápať ako obchádzanie daňovej povinnosti. Ide tu skôr o snahu čo najlepšie a najefektívnejšie uskutočniť medzinárodné obchodné transakcie a operácie využitím zákonov, ktoré v niektorých krajinách stanovujú osobitné daňové sadzby. Cieľom je teda využívať najmä flexibilnejšie a liberálnejšie zákony a výhody. To umožňujú aj zmluvy o zamedzení dvojitého zdanenia.

Daňové raje sa dnes nachádzajú na všetkých svetadieloch a dokonca sa špecializujú aj na poskytovanie určitých finančných služieb. Je známe, že napr. Belgicko je takisto strediskom pre koordináciu finančných služieb, Monako oslobodzuje od daní najmä jednotlivcov, rajom investičných fondov sú Kajmanské ostrovy, ale i Cyprus, Malta a pod.

Podľa odhadov odborníkov je v tzv. off-shore centrách koncentrovaných až 80 % súkromného likvidného kapitálu z celého sveta.

la k vývoju trhového dohovoru a realizovala aj opatrenia s cieľom zvyšovať verejné povedomie o tejto iniciatíve.

Označenie STEP je poskytované na žiadosť emitentov, ktorí predkladajú existujúce alebo nové emisné programy spĺňajúce normy STEP. Z hľadiska nástrojov obchodovania zahŕňajú programy s označením STEP komerčné papiere, depozitné certifikáty a tzv. *euro commercial papers*[24]. Pre cenné papiere označované STEP platí, že minimálne množstvo emisie musí byť aspoň 100 000 € alebo ekvivalent tejto sumy v inej mene.[25]

Trh s krátkodobými cennými papiermi je zastúpený štátnymi pokladničnými poukážkami (ŠPP, *treasury bills – T-bills*), depozitnými certifikátmi (*certificates of deposit* – CDs), komerčnými papiermi (*comercial papers* – CPs) a inými aktívami. Obchodovanie na tomto trhu zahŕňa okrem transakcií s klasickými krátkodobými cennými papiermi aj obchody s dlhovými cennými papiermi s pôvodne dlhodobou splatnosťou, ktorých zostatková splatnosť je do jedného roka.

Významné zmeny nastali aj v tomto segmente. Bol zaznamenaný dynamický rast emisií komerčných papierov ako všeobecný trend financovania subjektov prostredníctvom trhu. Na medzibankovom trhu eurozóny sa zmenil trend vo využití súkromných cenných papierov, ktoré prevýšili krátkodobé vládne cenné papiere.

# 6.4 Medzibankový trh eurozóny

## 6.4.1 Podmienky fungovania trhu medzi Európskou centrálnou bankou a komerčnými bankami

ECB zabezpečuje najefektívnejšie riadenie svojej menovej politiky a plnenie cieľov prostredníctvom peňažného trhu. Najvýznamnejšou úlohou peňažného trhu je práve jeho schopnosť rozdeľovať a prerozdeľovať finančné prostriedky medzi jednotlivé banky. Ak trh neplní túto dôležitú úlohu, ECB zintenzívňuje svoju sprostredkovateľskú úlohu.

### *6.4.1.1 Fungovanie trhu medzi Európskou centrálnou bankou a komerčnými bankami v štandardných podmienkach*

V štandardných podmienkach sa na obchodoch na európskom peňažnom trhu zúčastňoval veľký počet protistrán. Najväčšie banky plnili významnú úlohu, pretože boli sprostredkovateľmi medzi ostatnými zúčastnenými stranami a zlepšovali efektívne fungovanie trhu. Malé banky získavali prostriedky väčšinou v rámci svojej bankovej skupiny. Na trhu pôsobila i užšia skupina bánk, s ktorou ostatné banky limitovali obchody iba na nižšie objemy a na kratšie lehoty splatnosti.

---

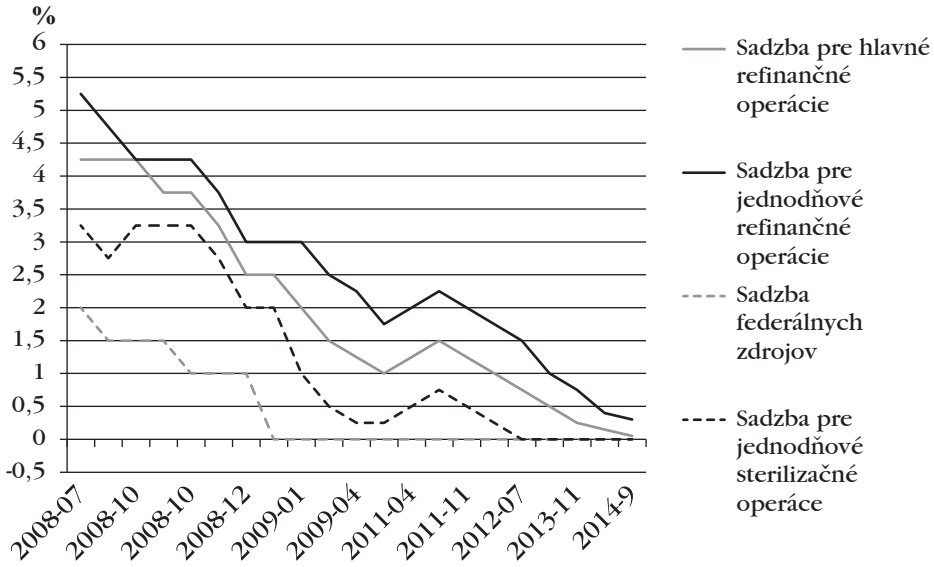
[24] Ide o krátkodobé dlhové nástroje so splatnosťou do jedného roka, vydávané hlavnými emitentmi na peňažnom trhu eurozóny. ECB: *Financial Stability Review*. June 2008, s. 164. Dostupné na www.ecb.int/pub/fsr/html/index.en.html/.

[25] STEP MARKET. *The STEP Market Convention*. 25. October 2010, s. 6. Dostupné na www.stepmarket.org/step-convention.html/.

Peňažný trh nezabezpečoval dostatok prostriedkov na financovanie očakávaných likvidných tokov, lebo bankový sektor nemal dostatok primárnych prostriedkov, ktorými by pokryl celkovú potrebu likvidity. Na trh preto začala vstupovať ECB a poskytovať refinančné zdroje na uspokojenie dopytu zo strany komerčných bánk, pričom využívala súbor operácií menovej politiky.

Pri fungovaní trhu za štandardných podmienok komerčné banky získavajú v rámci operácií na voľnom trhu potrebné finančné prostriedky, za ktoré ručia cennými papiermi uvedenými v zozname ECB. Banka, ktorá v tendre ponúka vyššiu úrokovú sadzbu, je uprednostnená pred bankou ponúkajúcou nižší úrok.

ECB riadi likviditu komerčných bánk tak, aby medzibanková úroková sadzba EONIA oscilovala tesne v blízkosti kľúčovej úrokovej sadzby. Graf na obr. 6.1 zachytáva vývoj sadzby EONIA a kľúčových úrokových sadzieb ECB od roku 2008 do roku 2015.




Obr. 6.1 **Vývoj kľúčových sadzieb ECB a FED v rokoch 2008 – 2015**[26]

*Zdroj:* Vlastné spracovanie podľa údajov z www.euribor-rates.eu.

Minimálna akceptovaná sadzba pre hlavné refinančné operácie (MRO) s variabilnou úrokovou sadzbou bola v júli 2008 na úrovni 4,25 %. Od 15. októbra 2008 nastala zmena v realizácii tendrov pre MRO a variabilná úroková sadzba bola nahradená fixnou úrokovou sadzbou zníženou na úroveň 3,75 %. V januári 2009 bola táto sadzba na úrovni 2 % a ďalej klesala. V roku 2011 ECB uskutočnila spolu štyri zmeny tejto sadzby s miernymi korekciami oboma smermi a v závere roka bola jej hodnota 1 %. V júli 2012 klesla na úroveň 0,75 % a od 8. mája 2013 dosiahla úroveň 0,5 %. 13. novembra 2013 ECB znovu upravila sadzbu pre MRO na hodnotu 0,25 %. K ďalšiemu zníženiu kľúčovej sadzby pristúpila 11. júna 2014, keď túto sadzbu určila vo výške

[26] Údaje spracované a platné v septembri 2015.

### Výhody dlhopisov pre emitenta

Základnou výhodou je získanie vysokého objemu finančných prostriedkov za nižšiu úrokovú sadzbu ako v prípade úveru v banke. Investori (majitelia) sa nestávajú pri kúpe dlhopisov akcionármi. Dlhopisy sú pre emitenta formou dlhodobého úveru.

### Nevýhody dlhopisov pre emitenta

Na emitenta sú pri emisii kladené vysoké nároky. Musí tiež zverejňovať výsledky hospodárenia. Celkový úspech emisie závisí od potenciálu kapitálového trhu, hospodárenia firmy a mnohých ďalších faktorov. S emisiou sú spojené pomerne vysoké náklady na jej propagáciu, na platbu úrokov, tlač dlhopisov a provízie pre sprostredkovateľov.

## 23.5 Finančná kríza a deriváty na dlhopisových trhoch

Vývoj svetového finančného trhu v posledných desaťročiach sa spájal so stabilným prílevom nových emisií dlhopisov. To viedlo k tomu, že aj trh kreditných derivátov ožíval a rozširoval sa. Zlá celosvetová ekonomická situácia v poslednom desaťročí výrazne zmenila pohľad účastníkov trhu na kreditné riziko. Ešte pred vypuknutím globálnej finančnej krízy s postupným vyjasňovaním na globálnych trhoch díleri aktívnejšie kupovali a predávali kreditné deriváty za podnikové emisie na účel zaistenia. V poslednom čase sa prejavila tendencia oceňovať swapy kreditného zlyhania (*credit default swaps*) pred vlastnou emisiou dlhopisov alebo uzavretím pôžičky.

Díleri podrobne analyzujú možnosti arbitráže medzi očakávanou úrovňou rozpätia (*spread*) nového dlhopisu a kreditného swapu. Okrem toho investori alebo dokonca emitenti používajú kreditné deriváty ako prostriedok na zaistenie kreditného rizika. Nákup kreditného derivátu na účel zaistenia kreditného rizika sa na trhoch nazýva *going short the credit*. Veľké množstvo týchto derivátov pokrývajú novovznikajúce trhy (*emerging markets*), a to najmä trh v Rusku. Toto zloženie odráža podľa ratingovej agentúry zastúpenie účastníkov na trhu s kreditnými derivátmi. Hlavné dôvody záujmu dílerov o kreditné deriváty boli riadenie kapitálu, hedging a riadenie kreditného rizika, získanie ďalšej triedy aktív, ale najmä obchodovanie s cieľom dosiahnuť zisk.

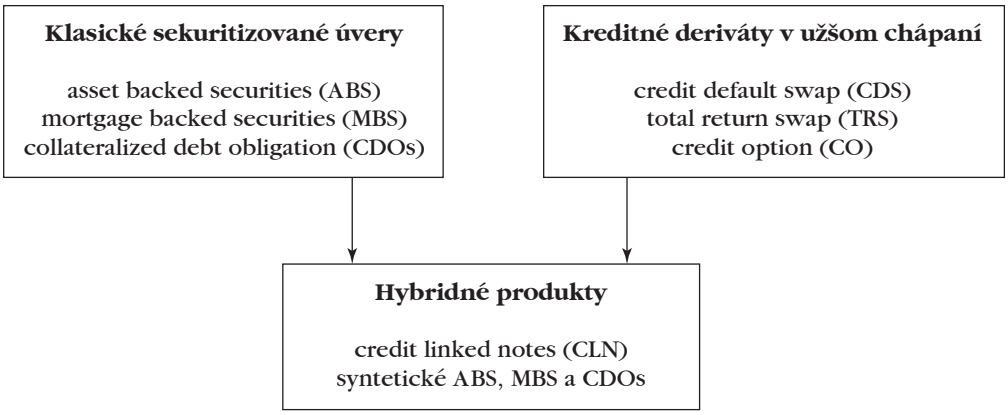
Na základe uvedeného možno teda kreditné deriváty považovať predovšetkým za špekulačný nástroj. Obchodníci používajú množstvo rôznych kreditných derivátov, ale swap kreditného zlyhania je stále najrozšírenejší. Čo rozumieme pojmom kreditné deriváty?

**Kreditné deriváty** sú nástroje umožňujúce prenos úverového (kreditného) rizika z banky na investora. Vznikli s cieľom znížiť riziko plynúce z nesplácania úverov. V súčasnosti sú jedným z najrýchlejšie rastúcich odvetví finančných trhov.

Princíp kreditných derivátov spočíva v oddelení kreditného rizika a v obchodovaní s týmto rizikom na trhu. V prípade kreditnej udalosti dostáva ten, kto riziko predal (napr. banka), od toho, kto riziko kúpil, vyrovnanie, a to aj v prípade, že ten, kto riziko predal, nemá pohľadávku voči referenčnému dlžníkovi. Výška vyrovnania je sta-

novená nezávisle od skutočnej škody, ktorá veriteľovi vznikne. Cenou za transfer rizika je určitý poplatok, ktorý platí ten, kto riziko predáva, tomu, kto riziko kupuje. Pri kreditných derivátoch sa vzťah medzi veriteľom a dlžníkom nemení.

Kreditné deriváty zahŕňajú množstvo neštandardizovaných swapových a opčných dohôd, ktoré umožňujú prevod kreditného rizika z jedného subjektu na druhý subjekt. Popri sekuratizácii sa pre mnohé bankové subjekty pomocou týchto nástrojov otvárajú možnosti transferu kreditných rizík. Najpopulárnejším kreditným derivátom za posledné roky je swap kreditného zlyhania (*credit default swap*). Ďalšie využívané kreditné deriváty v širšom a užšom chápaní sú uvedené v schéme na obr. 23.1.




Obr. 23.1 **Kreditné deriváty**

*Zdroj*: Vlastné spracovanie.

## 23.5.1 Swap kreditného zlyhania

**Swap kreditného zlyhania** (*credit default swap* – CDS) je finančný derivát vytvorený na účel prenosu kreditného rizika z jedného subjektu na iný subjekt. Atraktivita týchto obchodov súvisí so schopnosťou oceniť kreditné riziko, ktoré je väčšinou, napr. pri dlhopisoch, spojené s úrokovým rizikom, rizikom likvidity alebo s menovým rizikom. Výhodou takto konštruovaných kontraktov je aj to, že umožňujú bankám zaistiť ich portfóliá proti kreditným úpadkom ich klientov, prípadne na seba môžu prevziať kreditné riziko bez nutnosti nákladného financovania.

Podstatou swapu je výmena série platieb denominovaných v jednej mene alebo vo viacerých menách súčasne, pričom medzi partnermi môže dochádzať aj k usporiadaniu úrokového diferenciálu. V týchto intenciách sa bude pohybovať aj CDS. Ide o najviac využívaný kreditný derivát. Predstavuje nástroj, keď kupujúci zaistenia platí predávajúcemu zaistenia pravidelné platby.

V prípade CDS vstupujú do zmluvného vzťahu dve protistrany, pričom jedna strana (kupujúci) sa zaväzuje platiť druhej strane periodicky fixnú sumu počas životnosti swapu. Tieto platby bývajú obvykle na štvrťročnej, polročnej a ročnej báze.

Predávajúci CDS platí definovanú finančnú sumu, ktorá je stanovená v bázických bodoch (bps p. a.) z menovitej hodnoty zabezpečovaného úveru, a získava tým

### 34.1.1 Nekalé praktiky pri využívaní hĺbky trhu

Subjekty s vysoko výkonnou technikou a kompletným prehľadom o hĺbke trhu môžu dnes manipulovať s cenami a získavať tak výhodu na úkor bežných investorov. Najznámejšími z nich sú: *high frequency trading*, *flash order*, *spoofing* a *layering*.

V súčasnosti sa odhaduje, že 50 až 80 % objemu obchodov na akciových trhoch je dielom high frequency tradingu. ***High frequency trading*** je obchodná stratégia s využitím najmodernejšej technológie v oblasti informatiky a výpočtovej techniky. Algoritmy monitorujú hĺbku trhu a hľadajú tituly so zvýšenou likviditou. Ak pri nejakom aktíve objavia vyšší objem objednávok, zadajú príkaz na obchod tak, aby tento obchod bol vyplnený ešte skôr, ako príde na rad uvedený väčší balík. Ak napríklad investor zadá príkaz na nákup za trhovú cenu, príkaz príde na burzu, ktorá ho o 30 milisekúnd skôr ako bežnému trhu pošle high frequency obchodníkom. Ich algoritmy a super rýchle počítače stihnú v priebehu tohto miniatúrneho časového úseku skúpiť za aktuálnu trhovú cenu požadované aktívum, ktoré následne odpredajú za cenu, často len nepatrne vyššiu. Z jednotlivých obchodov preto plynú väčšinou len veľmi malé zisky. Obchodné systémy sú však schopné rovnaký úkon zopakovať niekoľko stoviek až tisíckrát denne, čím sa akumuluje zisk vo väčšom objeme. Výhodou high frequency tradingu je, že na trhy dodáva veľký objem likvidity. Tento efekt vzniká tým, že high frequency traderi sa snažia zarobiť na spreade medzi dopytom a ponukou, a preto obchodujú na obidvoch stranách trhu. Tento spread sú schopné výrazne zmenšiť, čím podporujú rast objemu obchodov, teda trhovú likviditu. Tieto techniky obchodovania sa výrazne rozšírili najmä po páde Lehman Brothers, keď trhy trpeli nedostatkom likvidity. Bol zavedený program SLP (*Supplemental Liquidity Providers*), v rámci ktorého tvorcovia trhu dostávajú províziu 0,0015 USD za každý 1 USD dodanej likvidity. Aj preto je high frequency trading veľmi výnosný a jednotlivým obchodníkom sa oplatí súperiť o každú tisícinu sekundy.

V súvislosti s pojmom high frequency trading sa často spomína aj ***flash order***. Ide o typ obchodného príkazu, ktorý využíva samotná burza alebo high frequency traderi. Burzy väčšinou platia províziu obchodníkom, ktorí kótujú požiadavku na kúpu alebo na predaj, čím sa snažia tvorcovia trhu motivovať k väčšej aktivite. Ak obchodník zadá flash order, má približne 500 milisekúnd (pol sekundy) na uzavretie obchodu bez toho, aby bol presmerovaný na iný trh, kde sa splní jeho požiadavka. Províziu však nedostane, pretože výzvu na obchod neinicioval, ale na ňu reagoval. High frequency traderi preto zadávajú pokyny na kúpu a predaj na menej ako 500 milisekúnd s nádejou, že niekto na ich výzvu zareaguje a ako iniciátori dostanú províziu.

Samotná burza zadáva flash order v prípade, ak aktuálne nie je schopná uspokojiť požiadavku zadanú obchodníkom. Podľa predpisov NMS (*National Market System*) schválených SEC musí burza presmerovať obchod na inú burzu v prípade, že táto ponúka výhodnejšiu cenu aktíva, ktoré chce obchodník nakúpiť. Burza by tým, samozrejme, stratila časť z poplatkov, preto ešte pred presmerovaním zadá flash order v nádeji, že niektorý z high frequency traderov zareaguje a zúčastní sa daného obchodu. Ak sa takýmto spôsobom nájde protistrana, burza nestratí poplatky a nakupujúci nakúpi za o niečo nižšiu cenu v porovnaní s vysporiadaním obchodu bez použitia flash tradu. V tomto prípade sa dá hovoriť o pozitívnej role high frequency traderov.

Ďalšou praktikou je ***spoofing***. Takisto vedie k manipulácii trhu, keď obchodník zadáva veľké objednávky na nákup alebo predaj aktíva, ktoré však v skutočnosti nechce zrealizovať. Skôr ako sú tieto objednávky uspokojené, zruší ich. Zadávaním takýchto fiktívnych príkazov sa snaží vystrašiť ostatných účastníkov trhu a spustiť panický výpredaj, resp. stimulovať panické nákupy, a tým manipulovať vývoj ceny aktíva.

***Layering*** je forma spoofingu, keď obchodník pred uskutočnením zamýšľaného obchodu zrealizuje niekoľko menších obchodov v opačnom smere, aby si pripravil výhodnejšiu cenu pre hlavný obchod. To znamená, že ak chce otvoriť krátku pozíciu, najprv zrealizuje niekoľko objednávok na nákup, aby zvýšil cenu aktíva a vytvoril si tak lepšiu východiskovú pozíciu pre predaj nakrátko. Cieľom je strhnúť zvyšok trhu k nákupom, aby mu tak ostatní účastníci trhu pripravili výhodnejšiu pozíciu. V ideálnom prípade sa mu podarí trh strhnúť už len tým, že na level 2 sa objavia jeho objednávky, ktoré sa mu následne podarí zrušiť skôr, ako sú zrealizované. Naopak ak chce otvoriť dlhú pozíciu, najprv objednávkami na predaj zníži cenu aktíva, aby si vytvoril nižšiu vstupnú cenu na nákup.

***Block trading*** je praktika, ktorú využívajú veľkí inštitucionálni investori na skrytie svojich obchodov. Informácia, že významný inštitucionálny investor vo veľkom nakupuje, resp. predáva dané cenné papiere by mohla na trhu spustiť paniku. V prípade predaja by začali predávať aj ďalší investori, čo by znížilo cenu akcií ešte výraznejšie a inštitucionálnemu investorovi by sa tak sťažil výstup z pozície. Analogická situácia by mohla nastať v prípade nákupu, keď by mal vstup do pozície sťažený. Inštitucionálny investor preto uzavrie obchod s protistranou mimo hlavného trhu. Protistrana dostane výhodnejšiu cenu, inštitucionálny investor zobchoduje významný objem akcií bez toho, aby sa to objavilo na niektorej z úrovní hĺbky trhu. Objem tohto typu obchodov býva väčšinou zverejnený až po skončení obchodného dňa.

Ako vyplýva z predchádzajúceho textu, bežní účastníci globálnych trhov sú dnes vo veľkej nevýhode v porovnaní so silnými účastníkmi, ktorí dnes vo veľkej miere manipulujú trhy. Umožňuje im to nielen súčasná úroveň technológií, ale i vzájomná prepletenosť, ktorá sa spája s rôznymi dohodami. Z pohľadu budúcnosti je nevyhnutná razantná zmena v oblasti regulácie i legislatívy jednotlivých krajín.

Ešte zložitejším problémom pri obchodovaní sa dnes ukazuje zneužívanie tzv. dôverných informácií (*inside informations*).

## 34.2 Ochrana proti zneužívaniu dôverných informácií na finančných trhoch

V posledných rokoch sme často svedkami toho, že aj v rámci amerického investičného bankovníctva často dochádza napriek vysokému stupňu legislatívnej ochrany a dôslednej kontroly zo strany Komisie pre cenné papiere (*Security Exchange Comision* – SEC) k využívaniu dôverných informácií pri obchodovaní v prospech danej osoby (inštitúcie), resp. v prospech tretích osôb, prejavuje sa snaha manipulovať kurzy jednotlivých aktív, poskytovať rôzne tipy za úplatu a pod. V USA sa v priebehu roku 1994 veľa diskutovalo o zneužívaní dôverných informácií portfóliovými manažérmi pri obchodovaní. Manažéri fondov často realizovali operácie nielen na účet im zverených fondov, ale i na svoj vlastný účet, pričom vo vhodnom okamihu