

Mezinárodní kapitálové trhy

zdroj financování

Romana Nývltová, Mária Režňáková

proč získávat zdroje
na kapitálovém trhu?

jsou české podniky pro zahraniční
investory zajímavé?

jak postupovat při vstupu
na mezinárodní kapitálový trh?

kdy a kde je vhodná vícestranná
kotace cenných papírů?

kdy využít emisi dluhopisů
a jak postupovat při emisi akcií?

pro koho je vhodný
venture kapitál?

Upozornění pro čtenáře a uživatele této knihy

Všechna práva vyhrazena. Žádná část této tištěné či elektronické knihy nesmí být reprodukována a šířena v papírové, elektronické či jiné podobě bez předchozího písemného souhlasu nakladatele. Neoprávněné užití této knihy bude **trestně stíháno**.

Používání elektronické verze knihy je umožněno jen osobě, která ji legálně nabyla a jen pro její osobní a vnitřní potřeby v rozsahu stanoveném autorským zákonem. Elektronická kniha je datový soubor, který lze užívat pouze v takové formě, v jaké jej lze stáhnout s portálu. Jakékoliv neoprávněné užití elektronické knihy nebo její části, spočívající např. v kopírování, úpravách, prodeji, pronajímání, půjčování, sdělování veřejnosti nebo jakémkoliv druhu obchodování nebo neobchodního šíření je zakázáno! Zejména je zakázána jakákoliv konverze datového souboru nebo extrakce části nebo celého textu, umístování textu na servery, ze kterých je možno tento soubor dále stahovat, přitom není rozhodující, kdo takovéto sdílení umožnil. Je zakázáno sdělování údajů o uživatelském účtu jiným osobám, zasahování do technických prostředků, které chrání elektronickou knihu, případně omezují rozsah jejího užití. Uživatel také není oprávněn jakkoliv testovat, zkoušet či obcházet technické zabezpečení elektronické knihy.





Copyright © Grada Publishing, a.s.

Edice Finanční trhy a instituce

Ing. Romana Nývltová, Ph.D., doc. Ing. Mária Režňáková, CSc.

Mezinárodní kapitálové trhy
zdroj financování

Poděkování doc. Ing. Zdeňku Sojkovi, CSc.
za recenzi této publikace.

Vydala GRADA Publishing, a.s.
U Průhonu 22, Praha 7, jako svou 2 884. publikaci

Cover Photo © gettyimages.com
Realizace obálky Michal Dusil
Sazba Jan Šístek
Odpovědná redaktorka Dana Kristen
Počet stran 224
První vydání, Praha 2007
Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod, a. s.
Husova 1881, Havlíčkův Brod

ISBN 978-80-247-1922-1

Obsah

O autorkách	8
Úvod	9
Seznam použitých zkratk	10
1. Kapitálové trhy a burzy ve světě	11
1.1 Principy a fungování kapitálových trhů a burz	12
1.1.1 Burzovní publikum	16
1.1.2 Burzovní příkazy	17
1.1.3 Předmět burzovních obchodů	17
1.1.4 Standardizace obchodovaného množství	17
1.1.5 Obchodní systém	18
1.1.6 Druhy burzovních obchodů	19
1.1.7 Vypořádání burzovních obchodů	20
1.1.8 Burzovní informace	22
1.1.9 Burzovní regulace a kontrola	23
1.2 Český kapitálový trh	23
1.2.1 Burza cenných papírů Praha	24
1.2.2 Mimoburzovní trh RM-System	31
1.2.3 Neorganizovaný trh OTC v České republice	32
1.3 Současné trendy na kapitálových trzích a burzách ve světě	33
1.4 Integrace evropských kapitálových trhů a nejvýznamnější evropské burzy cenných papírů	35
1.4.1 London Stock Exchange	39
1.4.2 Euronext	41
1.5 Kapitálové trhy v USA	43
1.5.1 Nejvýznamnější americká burza cenných papírů – NYSE	44
1.5.2 Americký mimoburzovní trh NASDAQ	47
1.6 Tokijská burza cenných papírů	47
Použité zdroje	49
2. České podniky a zahraniční investoři	51
2.1 Přímé a portfoliové zahraniční investice	51
2.2 Rozhodování investorů	55
2.2.1 Bohatství a magický trojúhelník investování	55
2.2.2 Teorie portfolia	56
2.2.3 Rozhodování zahraničních portfoliových investorů	61
2.2.4 Aspekty rozhodování o přímých zahraničních investicích	63
2.2.5 Faktory omezující zahraniční investování	67
Použité zdroje	70
3. Kapitálový trh jako zdroj financování podniků v České republice	73
3.1 Faktory determinující strukturu zdrojů financování podniků	73
3.1.1 Životní cyklus podniku	73
3.1.2 Majetková struktura podniku	74
3.1.3 Náklady kapitálu	77
3.1.4 Velikost a stabilita vytvořeného zisku	83
3.1.5 Vliv zadlužení na strukturu zdrojů financování	85
3.2 Významnost českého bankovního sektoru	87
3.3 Proč je kapitálový trh důležitý?	89

3.4	Český kapitálový trh jako zdroj financování	92
3.4.1	Je český kapitálový trh integrovaný a efektivní?	92
3.4.2	Je český kapitálový trh likvidní?	94
	Použité zdroje	101
4.	Venture kapitálové financování	103
4.1	Vznik a vývoj financování venture kapitálem	104
4.2	Typy venture kapitálu	106
4.3	Proces financování venture kapitálem	111
4.3.1	Vyhledávání a vyhodnocování investičních příležitostí	112
4.3.2	Výběr a realizace investic	115
4.3.3	Monitorování investic a řešení krizových situací	116
4.3.4	Dezinvestice	117
4.4	Peněžní toky spojené s venture kapitálovou investicí	119
4.5	Výhody a nevýhody financování formou venture kapitálu	120
4.6	Problematické aspekty venture kapitálu v České republice	121
4.7	Czech On Line – exit prodejem strategickému partnerovi (případová studie)	125
4.7.1	Historie podniku a vstup rizikového kapitálu	125
4.7.2	Pod vedením rizikového kapitálu	126
4.7.3	Ukončení investice	126
	Použité zdroje	126
5.	Emise akcií	129
5.1	Proces přípravy a realizace IPO	133
5.1.1	Výběr trhu	133
5.1.2	Sestavení realizačního týmu a první fáze spolupráce	135
5.1.3	Marketing emise	138
5.1.4	Určení emisního kurzu, alokace akcií a fáze stabilizace	139
5.1.5	Obchodování s akciemi a pravidelná informační povinnost	141
5.2	Emise akcií formou SEO	144
5.3	Náklady spojené s financováním podniku emisí akcií	146
5.4	Řízení rizik spojených s emisí akcií	151
5.5	Dlouhodobý vývoj na primárních akciových trzích	154
	Použité zdroje	156
6.	Emise dluhopisů	159
6.1	Proces vydání emise dluhopisů	159
6.1.1	Identifikace potřeb financování	159
6.1.2	Návrh struktury a charakteristik emise	160
6.1.3	Určení týmu lidí, kteří se na vydání dluhopisů budou podílet	162
6.1.4	Upřesnění struktury emise	165
6.1.5	Marketing před zahájením nabídky emise, návrh ceny a příprava dokumentace	165
6.1.6	Zahájení nabídky cenných papírů (launch emise)	166
6.1.7	Syndikace, distribuce a úpis emise	167
6.1.8	Období životnosti dluhopisů	168
6.1.9	Splacení jistiny investorům	170
6.2	Jak správně stanovit kupónovou sazbu?	170
6.2.1	Očekávaná reálná úroková míra a inflace	171
6.2.2	Prémie za likviditu	172
6.2.3	Prémie za riziko	174
6.2.4	Význam ratingu při stanovení kupónové sazby	175
6.2.5	Postup při stanovení kupónové sazby	176

6.3	Identifikace a řízení rizik spojených s emisí dluhopisů	178
6.4	Emise komunálních dluhopisů statutárního města Ostravy – případová studie	182
6.4.1	Výběr manažera emise	182
6.4.2	Ratingové hodnocení	183
6.4.3	Průběh a struktura emise	184
6.4.4	Zajištění kurzových rizik	184
6.4.5	Předchozí zkušenosti města Ostravy s emisí eurobondů	184
	Použité zdroje	186
7.	Duální a vícestranné kotace cenných papírů	189
7.1	Proč uskutečnit vícestrannou kotaci cenných papírů?	190
7.1.1	Motivy vyplývající ze situace na domácím kapitálovém trhu	191
7.1.2	Ostatní interní podnikové motivy pro uskutečnění vícestranné kotace	192
7.2	Důsledky duálních a vícestranných kotací	193
7.3	Jak probíhá emise depozitních certifikátů	194
7.3.1	Historický vývoj depozitních certifikátů	195
7.3.2	Konstrukce globálních a amerických depozitních certifikátů	197
7.3.3	Účastníci emise depozitních certifikátů a její průběh	198
	Použité zdroje	202
8.	Zkušenosti podniků v České republice se získáváním zdrojů financování na mezinárodních kapitálových trzích	203
8.1	Limart, a.s. – první emise na pražské burze?	203
8.1.1	Charakteristika Limartu	204
8.1.2	Cíl a strategie společnosti Limart, a.s.	205
8.1.3	Příprava primární emise akcií	206
8.1.4	Rozhodný krok pro vstup na BCPP	207
8.1.5	Můžeme se z případu Limart poučit?	207
8.2	Zdroje financování nadnárodního podniku Zentiva N.V.	208
8.2.1	Historie společnosti Léčiva	208
8.2.2	Historie společnosti Slovakofarma	209
8.2.3	Nadnárodní podnik Zentiva – financování zahraniční expanze emisí akcií	210
8.2.4	Klíčové události vývoje nadnárodního podniku Zentiva po úspěšné emisí akcií	211
8.2.5	Shrnutí	213
8.3	Aktivity společnosti Orco Property Group S.A. na trzích střední Evropy a zdroje financování	214
8.3.1	Historie společnosti Orco	215
8.3.2	Vstup Orca na Burzu cenných papírů Praha a další vývoj	217
	Použité zdroje	221
	Příloha – Evropské burzy cenných papírů	222

O autorkách

Ing. Romana Nývltová, Ph.D. je vedoucí Institutu účetnictví a finančního řízení podniku na Škoda Auto a.s. Vysoké škole. Dlouhodobě působí na Fakultě podnikatelské Vysokého učení technického v Brně jako odborná asistentka. V květnu 2005 na VUT obhájila disertační práci na téma „Finanční management nadnárodních podniků“. V průběhu svého působení se věnovala nejen přednáškové a výzkumné činnosti, ale absolvovala také zahraniční studijní pobyt na univerzitě ve finském Tampere a dvě půlroční odborné stáže v nadnárodních podnicích. Výzkumné aktivity dlouhodobě zaměřuje na problematiku vztahů podniku ke kapitálovému trhu. Publikuje odborné příspěvky jak na mezinárodních a tuzemských konferencích, tak i v časopisech, rovněž zajišťuje specializované přednášky věnované kapitálovým trhům mimo jiné i v rámci studijních programů MBA a LLM.

Doc. Ing. Mária Režňáková, CSc. působí od roku 1996 na Fakultě podnikatelské Vysokého učení technického v Brně, v současnosti na Ústavu financí. Je absolventkou VŠE v Bratislavě, obor Ekonomicko-matematické výpočty. V roce 2002 obhájila habilitační práci na téma „Strategické finanční řízení podniků v ČR“. Je garantem předmětů Finanční management, Finance podniku, Finanční řízení a investování a dalších, se zaměřením na finance podniku a finanční trhy, které se vyučují na všech stupních vysokoškolského studia a studijních programů MBA, resp. LLM – Obchodní právo. Publikovala řadu odborných a vědeckých článků, je také autorkou a spoluautorkou dvaceti vysokoškolských učebních textů a spoluautorkou čtyř knižních publikací. Ve vědeckovýzkumné činnosti se zaměřuje na oblast hodnocení výkonnosti podniků, finanční řízení podniků, oceňování podniků a s tím související témata.

Z recenze:

„Globalizace ekonomiky v sobě nese, kromě jiného, i řádově vyšší přesuny kapitálu jak na mezinárodní, tak i národní úrovni, v porovnání s předchozími fázemi vývoje světové ekonomiky. Souvisí to i se stále se zvyšující náročností výroby na kapitál a s rychlou změnou struktury výrobních odvětví a oborů. Z tohoto hlediska je tato publikace velmi aktuální a jistě přispěje nejenom k rozvoji ekonomické teorie, ale bude se orientovat i na podnikatelské subjekty.

V knize se nejedná pouze o mezinárodní kapitál, ale i o způsoby získávání kapitálu obecně, tedy i o získávání kapitálu národního např. pomocí primární emise akcií. Proto tuto knihu jistě využijí i ty subjekty, které chtějí vstoupit na akciový trh, a to nejen český, ale i mezinárodní. Je zcela evidentní, že dobře fungující české firmy, pro které se domácí trh stává těsným, čeká v dohledné době expanze do zahraničí nejen v oblasti exportu, ale i v oblasti získávání kapitálu. A tato kniha jim dává nejen inspiraci, ale i návod k jednání.“

Doc. Ing. Zdeněk Sojka, CSc.

Úvod

Kontakt podniku s kapitálovým trhem je nezbytný. Vyplývá to z nutnosti financovat další expanzi podniku a tím přijímat i rizikovější projekty. Charakteristickým znakem financování prostřednictvím kapitálového trhu je individualizace rizika, proto je kapitálový trh schopen financovat i bankami odmítnuté záměry, které přinášejí výnos odpovídající podstupované míře rizika a ve svém důsledku vedou k vyšší výkonnosti podnikatelských subjektů.

Vývoj českého kapitálového trhu nepřesvědčuje o tom, že by si vlastníci, resp. manažeři českých podniků uvědomovali uvedené příležitosti, i když důvodů by bylo jistě několik. Některé podniky jsou značně podkapitalizované, jiné jsou poznamenané nedostatečnou výkonností a další hledají vhodné motivační plány. Avšak výzva „going public“ je s ohledem na nutnost absolutní informační otevřenosti a celkové vyspělosti neláká, zvláště v kontextu nízkých úrokových sazeb, nejasných vlastnických vztahů, jako i skryté nákladovosti mezipodnikové zadluženosti. Proto vzniká otázka: musejí české podniky s ohledem na malý význam a nedostatečnou velikost českého kapitálového trhu emitovat cenné papíry v zahraničí, nebo mají možnost přilákat zahraniční kapitál z tuzemska?

Hledání odpovědi na uvedenou otázku nás vedlo k volbě struktury publikace. První kapitola se věnuje analýze mezinárodních kapitálových trhů, investorů i emitentů. Druhá kapitola zkoumá chování investorů z hlediska motivace investování v zahraničí a současně přetrvávající preference nakupování investičních instrumentů pouze na domácích kapitálových trzích. Závěry z této kapitoly podporují myšlenku vstupu podniků na mezinárodní trhy s cílem získat kapitál od zahraničních investorů. Třetí kapitola se věnuje problematice získávání zdrojů financování českých podniků – přetrvávajícím zvyklostem, ale i naskýtajícím se možností. Další kapitoly přibližují možnosti českých podniků získat zahraniční zdroje financování, a to formou *venture kapitálu*, emisí akcií a dluhopisů, případně formou vícestranných kotací cenných papírů. Poslední kapitola prezentuje pozitivní i negativní zkušenosti českých podniků při získávání finančních zdrojů na mezinárodních kapitálových trzích.

Vydání této publikace je motivováno vyplněním existující mezery na knižním trhu a naší snahou přiblížit odborné veřejnosti, studentům vysokých škol, studentům MBA programů a dalších kurzů v koncentrované podobě teoretické pohledy na rozhodování o získávání zahraničních zdrojů financování a současně demonstrovat na příkladech významnost tohoto problému, jako i pozitivní, resp. negativní zkušenosti podniků, využívajících financování z mezinárodních zdrojů.

Věříme, že se nám podařilo alespoň částečně tento záměr naplnit a děkujeme všem čtenářům za projevený zájem. Rovněž děkujeme za případné připomínky a náměty, které nám můžete zaslat na e-mailové adresy: romana.nyvltova@skoda-auto.cz nebo reznakova@fbm.vutbr.cz.

autorky

Seznam použitých zkratk

ADR	– Americký depozitní certifikát
AIM	– Alternativní investiční trh (Alternative Investment Market)
AKAT	– Asociace pro kapitálový trh
ANPV	– metoda upravené čisté současné hodnoty (adjusted net present value)
AOS	– Automatizovaný obchodní systém
BCPP	– Burza cenných papírů Praha
CAPM	– Model oceňování kapitálových aktiv (Capital Asset Pricing Model)
CSD	– Národní vypořádací systém (Central Securities Depository)
CVCA	– Česká asociace rizikového kapitálu (Czech Private Equity and Venture Capital Association)
ČNB	– Česká národní banka
DR	– Depozitní certifikát (Depository Receipt)
EAT	– zisk po zdanění (earnings after tax)
EBAN	– Evropská obchodní síť andělů (European Business Angels Network)
EBIT	– Zisk před nákladovými úroky a zdaněním (Earnings before interest and taxes)
EU	– Evropská unie
EVCA	– European Private Equity and Venture Capital Association
	FESE Federace evropských burz (Federation of European Stock Exchanges)
GDR	– Globální depozitní certifikát
IAS	– Mezinárodní účetní standardy (International Accounting Standard)
IBO	– Institutional buy-out
ICSD	– Mezinárodní depozitář (International Central Securities Depository)
IMF	– Mezinárodní měnový fond (International Monetary Fund)
IPO	– Primární emise akcií (Initial Public Offering)
IRR	– Vnitřní výnosové procento (Internal Rate of Return)
ISIN	– International Securities Identification Number
LBO	– leveraged buy-outs
LIBOR	– Londýnská mezibankovní nabídková sazba (London InterBank Offered Rate)
LYSE (LSE)	– Londýnská burza cenných papírů (London Stock Exchange)
	MBI – Management buy-in
MBO	– Management buy-out
MCC	– Marginal Cost of Capital (mezní náklady kapitálu)
MF	– Ministerstvo financí
MMF	– Mezinárodní měnový fond
MPO	– Ministerstvo průmyslu a obchodu
NYSE	– Newyorská burza cenných papírů (New York Stock Exchange)
OTC	– Over-The-Counter (přes přepážku)
PEG	– Price-To-Earnings Growth
P/E	– Price-To-Earnings
PRIBOR	– Pražská mezibankovní nabídková sazba (Prague InterBank Offered Rate)
PZI	– Přímé zahraniční investice
SBU	– Strategická obchodní jednotka (Strategic Business Unit)
SCP	– Středisko cenných papírů
SEC	– Americká komise pro cenné papíry (Securities and Exchange Commission)
SEO	– Sezónní emise akcií (Seasoned Equity Offering)
SPAD	– Systém pro podporu akcií a dluhopisů

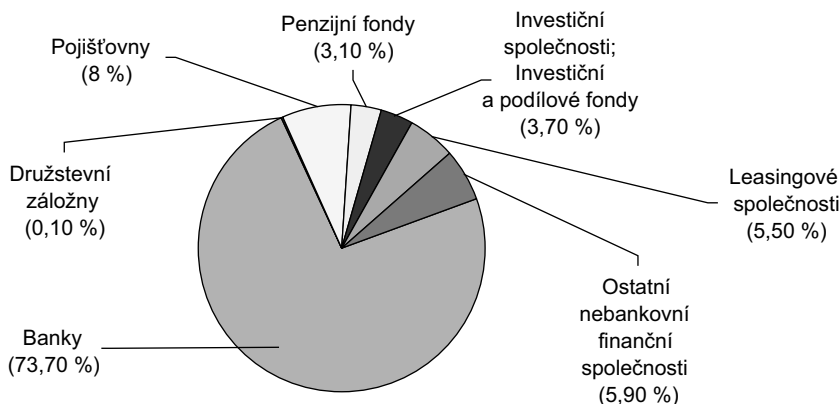
1. Kapitálové trhy a burzy ve světě

Subjekty v ekonomickém systému se často dostávají do situace, kdy mají buď přebytek, nebo nedostatek finančních prostředků. Přesun finančních prostředků od přebytekových jednotek k jednotkám deficitním, s cílem jejich efektivního a produktivního využití, se uskutečňuje prostřednictvím systému finančních trhů. Finanční trhy tedy umožňují, aby finanční systém nasál a začlenil do peněžního okruhu ekonomického systému i dočasně volné peněžní prostředky, které by jinak v dané době zůstaly nevyužity.

Proces financování na finančních trzích může probíhat přímo, polopřímo či nepřímo, prostřednictvím finančních zprostředkovatelů. Při přímém financování si dlužníci půjčují peněžní prostředky přímo od spořitelů na finančních trzích tak, že jim sami prodávají své finanční dokumenty (např. cenné papíry) představující věřitelský nárok. V rámci polopřímo financování se investoři a vypůjčovatelé nestřetávají přímo mezi sebou, ale prostřednictvím určitého prostředníka, tedy specializovaných firem, které buď pouze poskytují informace o možných nákupech a prodeích finančních dokumentů, nebo sami přímo kontaktují potenciální kupce a prodejce. Existence značných informačních a transakčních nákladů těchto operací vyvolává potřebu využít služeb tzv. finančních zprostředkovatelů, jejichž úlohou je usnadnit tok prostředků od věřitelů k dlužníkům za nižší náklady. Nepřímé financování obsahuje dvě separátní, ale zároveň simultánní transakce:

- zprostředkovatel emituje sekundární finanční instrumenty, které nakupují přebytekové jednotky;
- zprostředkovatel nakupuje primární finanční instrumenty, které emitují deficitní jednotky.

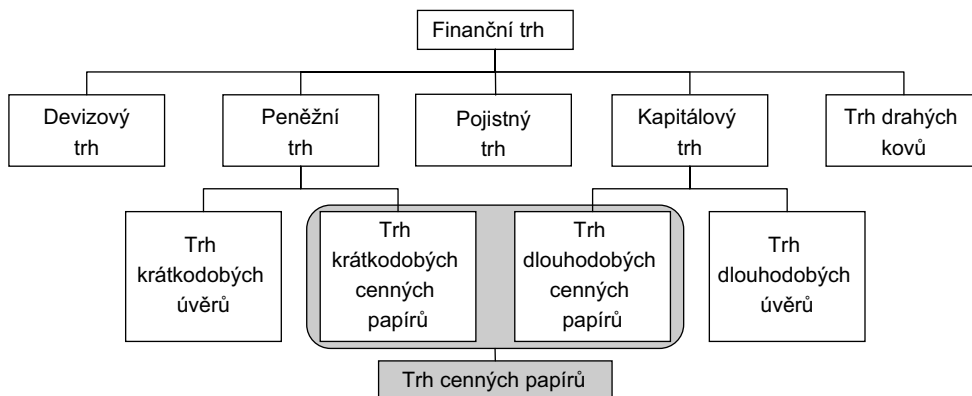
Nepřímé financování zajišťují zejména komerční banky, pojišťovny, investiční společnosti, spořitelny, penzijní fondy a další obdobné finanční instituce. Například v České republice mají nejvýznamnější postavení mezi finančními zprostředkovateli dlouhodobě komerční banky. Strukturu finančních zprostředkovatelů v České republice na konci roku 2005 znázorňuje graf 1-1.



Graf 1-1 Struktura finančních zprostředkovatelů dle podílu na aktivech finančního sektoru v České republice k 31. 12. 2005

Zdroj: ČNB

Na finančním trhu se soustřeďuje nabídka a poptávka po penězích a kapitálu. Z hlediska délky splatnosti jednotlivých nástrojů, které se zde obchodují, lze finanční trh rozdělit na trh peněžní, kapitálový, devizový a poněkud specifický trh drahých kovů (viz obrázek 1-1).



Obr. 1-1 Základní rozdělení finančního trhu
Zdroj: Rejnuš (2001)

Cílem úvodní kapitoly je detailně analyzovat zejména kapitálový trh, ve smyslu trhu cenných papírů, a to primárně z hlediska možností získávání zdrojů financování deficitními jednotkami.

1.1 Principy a fungování kapitálových trhů a burz

Kapitálový trh je trhem dlouhodobých finančních instrumentů, přičemž jako kritérium dlouhodobosti se zpravidla uvádí splatnost delší než 1 rok. Jako na každém segmentu finančního trhu se zde střetávají přebytkové a deficitní jednotky, mezi které však téměř vždy vstupují finanční zprostředkovatelé. Za instrumenty kapitálového trhu, na jejichž základě dochází k přemístování kapitálu, lze považovat:

- investiční cenné papíry (akcie, dluhopisy a cenné papíry opravňující k nabytí cenných papírů – např. depozitní certifikáty),
- cenné papíry vydané fondem kolektivního investování,
- deriváty (tedy opce a finanční termínové smlouvy, které umožňují přenos rizika – např. futures, swapy atp.).

Za hlavní instrumenty kapitálového trhu bývají považovány především akcie a dluhopisy, proto je tento trh někdy sám o sobě nazýván trhem cenných papírů (tedy bez ohledu na trh dlouhodobých úvěrů a krátkodobých cenných papírů). Cenný papír obecně je listinou (resp. záznamem), která představuje pohledávku vlastníka vůči tomu, kdo cenný papír emitoval. Cenný papír je tedy nositelem právního nároku, který v sobě ztělesňuje. Pro vznik, existenci, převod a zánik tohoto nároku je v podstatě nenahraditelný. Cenné papíry se mohou vyskytovat v materializované (listinné) podobě nebo v podobě dematerializované (zaknihované), kdy listinou podobu cenného papíru nahrazuje záznam v zákonem stanovené formě. Například v České republice vede evidenci zaknihovaných

cenných papírů a jejich majitelů Středisko cenných papírů (SCP). To vede jednak registry emitentů (evidenci cenných papírů vydaných jedním emitentem) a jednak účty všech majitelů cenných papírů (evidenci cenných papírů v majetku jednoho majitele). Převody zaknihovaných cenných papírů jsou pak prováděny v evidenci SCP jako zápisy na vrub a ve prospěch účtů jednotlivých majitelů.

Dle druhu kapitálové potřeby, kterou jejich emise zabezpečuje, se cenné papíry člení na majetkové a úvěrové. **Majetkové cenné papíry** (zejména akcie a podílové listy) neobsahují nárok investora na vrácení investovaného kapitálu a emitentovi umožňují obstarat trvalý (vlastní) kapitál. **Úvěrové cenné papíry** (zejména dluhopisy) jsou založeny na úvěrovém vztahu mezi investorem a emitentem, přičemž emitent si jejich emisí opatřuje dočasný (cizí) kapitál k podnikání a investor očekává, že investovaný obnos získá ve stanové lhůtě zpět zvýšený o přislíbený výnos.

První prodej cenného papíru se uskutečňuje jeho emisí na primárním trhu, kde emitenti vydávají cenné papíry za účelem získání peněžních zdrojů. Emisní obchody, tedy jejich přípravu, provedení, následné zajištění a podporu, provádí buď emitent sám (vlastní emise), nebo využívá služeb investiční banky či obchodníka s cennými papíry (cizí emise). Vlastní emisí realizují pouze ti emitenti, kteří jsou schopni vlastními silami zabezpečit technickou, právní a ekonomickou stránku celého emisního obchodu – zpravidla komerční a hypoteční banky nebo velké podniky. Při cizí emisí využívají emitenti služeb specializovaných emisních prostředníků, kteří zabezpečují emisní poradenství, vyhotovení emisního prospektu, registraci emise, vytvoření emisního konsorcia, umístění cenných papírů a jejich podporu na trhu. V tomto směru mají nejvýznamnější postavení na světových emisních trzích finanční skupiny, banky, nebo investiční firmy.

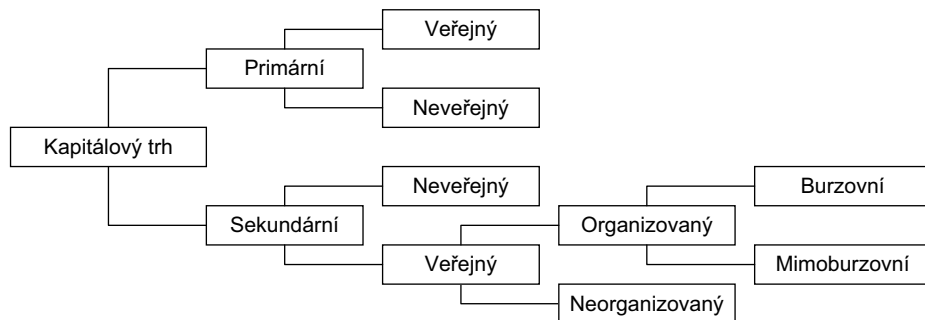
Dle míry angažovanosti emisního prostředníka v procesu emise se může jednat o emisního obstaravatele, emisního prostředníka komisionářského emisního obchodu nebo emisního garanta. **Emisní obstaravatel** (aranžér, organizátor, hlavní manažer) přebírá emisí za emisní kurz a prodej uskutečňuje cizím jménem na cizí účet, přičemž odbytové riziko nese emitent.

Emisní prostředník komisionářského emisního obchodu přebírá emisí komisionářským způsobem za emisní kurz a prodej uskutečňuje vlastním jménem na cizí účet. Tento typ emisního obchodu se může realizovat na bázi „maximální snahy“, přičemž se ručitel zavazuje prodat co nejvíce cenných papírů, avšak negarantuje rozprodání celé emise, nebo „všechno, nebo nic“. V tomto případě se předpokládá úplné umístění emise ve stanoveném období a pokud k umístění do konce stanoveného období nedojde, emisní smlouva se zruší.

Povinností **emisního garanta** (manažera emise) je nakoupit celou emisí na vlastní účet a riziko, přičemž nese riziko jejího nerozprodání. Ručitelství emisní obchod lze realizovat v různých formách, přičemž nejrozšířenějšími způsoby jsou náhradní ručení a pevný závazek ručitele. V rámci náhradního ručení je ručitel povinen odebrat za předem stanovenou cenu pouze ty cenné papíry, které nebyly umístěny. Při pevném závazku se ručitel zavazuje odebrat celý objem emise cenných papírů a současně vyplatit emitentovi výnos z celé emise v předem stanovené výši (jedná se o tzv. emisního tvůrce). Pevný závazek tedy zaručuje stoprocentní úspěšnost emise.

Jsou-li v rámci emise cenné papíry nabízeny široké investorské veřejnosti, jedná se o veřejnou emisi cenných papírů (primární veřejný trh). Smluvní ujednání v případě veřejné emise jsou složitější a smlouvy jsou vysoce standardizované. Veřejná emise podléhá také určitému typu regulace, proto je při její přípravě nutno dodržet určité kroky, zejména je nutno vyhotovit prospekt cenného papíru. Emise je poté schvalována nebo registrována regulatorem. Naopak v některých případech jsou cenné papíry nabízeny pouze předem vymezené skupině investorů, kteří jsou obeznámeni se situací emitenta, mnohdy ani nevyžadují vyhotovení prospektu cenného papíru a cenný papír zpravidla drží po celou dobu jeho životnosti (nevyžadují tedy jeho obchodovatelnost na organizovaných trzích). V tomto případě se jedná o soukromou emisi, která se provádí na primárním neveřejném trhu.

Již emitované cenné papíry jsou poté prodávány a nakupovány dalšími investory na sekundárním trhu, na kterém emitent žádné další volné finanční prostředky nezískává. Předností cenných papírů je tedy fakt, že dlouhodobá vázanost prostředků platí pouze pro subjekt, který primárně získává finanční prostředky, tj. pro emitenta cenného papíru a nikoli pro subjekt prostředky poskytující (investor). Investor totiž může cenný papír teoreticky kdykoli prodat na sekundárním kapitálovém trhu. Kromě likvidity jsou dalším motivem pro obchodování na sekundárním trhu informace. Každý účastník trhu věří, že má lepší informace než ostatní účastníci. To jej může vést k přesvědčení, že aktuální tržní cena neodpovídá správné (vnitřní) hodnotě cenného papíru a že je tedy možné nákupem či prodejem realizovat zisk. Členění kapitálového trhu z hlediska primárního a sekundárního trhu cenných papírů znázorňuje obrázek 1-2.



Obr. 1-2 Členění kapitálového trhu

Přesuny cenných papírů mezi jednotlivými investory mohou probíhat na bázi individuálně dohodnutých transakcí přímo mezi vlastníky cenných papírů a potenciálními zájemci o nákup za dohodnutou cenu v dohodnutém objemu. Tyto typy obchodů jsou prováděny na neveřejném sekundárním trhu. Na sekundárním trhu dále obchodují investoři, kteří disponují určitými instrumenty a prodávají každému, kdo přijde a respektuje jejich cenu. Tento trh je tedy veřejný, volně přístupný, ovšem neorganizovaný. Bývá označován jako trh OTC (*over-the-counter market*) neboli trh přes přepážku. Na OTC trhu je prostřednictvím bank či soukromých makléřů obchodována značná část skutečně obíhajících cenných papírů.

V některých případech nabídku a poptávku po investičních instrumentech organizuje licencovaný subjekt, a to v souladu s platnou legislativou a dle stanovených pravidel

a předpisů. Tento tzv. organizovaný trh může fungovat jako trh burzovní či mimoburzovní. Burzy cenných papírů mají centrální parket, na kterém burza dohlíží nad správností a korektností uzavíraných obchodů a zároveň garantuje jejich vypořádání. S cennými papíry přitom zpravidla mohou obchodovat výhradně členové burzy. Cenné papíry, které nesplnily podmínky pro připuštění k burzovním obchodům se obchodují na mimoburzovním trhu – v České republice probíhá mimoburzovní trh v rámci RM-Systemu. Cenné papíry splňující přísné burzovní podmínky lze obchodovat na prestižních burzovních trzích, na kterých se obchodují nejbonitnější cenné papíry. V České republice existuje jediný burzovní trh, jehož organizátorem je akciová společnost Burza cenných papírů Praha (BCPP). Význam burzy se zpravidla hodnotí dle ročního objemu obchodů s cennými papíry, které se na ni uskutečnily nebo podle celkové tržní kapitalizace zde obchodovaných cenných papírů. Největší světové burzy cenných papírů v pořadí dle jejich tržní kapitalizace znázorňuje tabulka 1-1.

Tab. 1-1 Sedm největších světových burz dle tržní kapitalizace v roce 2005

Burza cenných papírů	Tržní kapitalizace (mld. USD)	Objem akciových obchodů (mld. USD)	Kotované emise akcií
New York Stock Exchange	13 311	14 125	2 270
Tokyo Stock Exchange	4 572	4 482	2 351
Nasdaq Stock Exchange	3 604	10 087	3 164
London Stock Exchange	3 058	5 678	3 091
Euronext	2 707	2 906	1 259
Toronto Stock Exchange Group	1 482	900	3 758
Deutsche Börse	1 221	1 915	764

Zdroj: World Federation of Exchanges (2006)

Burzu cenných papírů lze vymezit jako zvláštním způsobem organizované shromáždění subjektů, které se pravidelně v určenou dobu osobně tváří v tvář scházejí na přesně vymezeném místě (prezenční burza), nebo jsou propojeni prostřednictvím počítačové sítě bez osobního setkávání (elektronická burza) a obchodují s cennými papíry podle platných pravidel a burzovních předpisů.

Burzy bývají obvykle založeny ve formě akciové společnosti. Jak již bylo uvedeno, zpravidla se nejedná o volně přístupné trhy. Jsou založeny na členském principu a přístup na ně tedy mají pouze vybrané osoby nebo instituce. Členství na burze lze získat buď na základě splnění určitých požadavků (veřejnoprávní typ burzy), nebo koupí křesla (členství) ve veřejných aukcích (soukromoprávní typ burzy) tak, jako je tomu například na Newyorské burze cenných papírů NYSE.

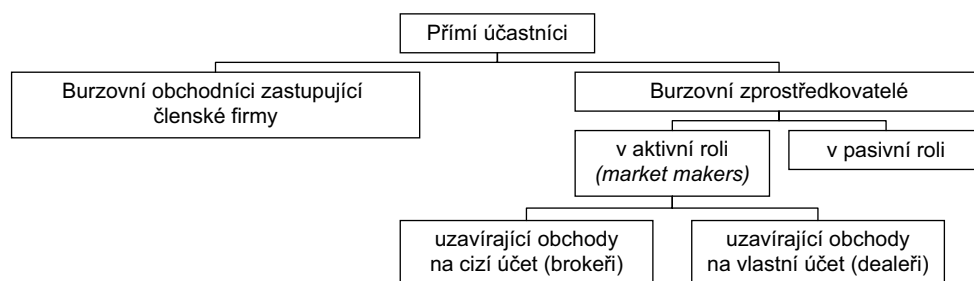
Investoři mají na burzu přístup pouze prostřednictvím zprostředkovatelů, jejichž prostřednictvím zde obchodují individuální investoři (osoby nebo firmy) nebo investoři institucionální (banky, penzijní fondy, investiční společnosti atp.). Zprostředkovatelé těchto obchodů jsou označováni jako obchodníci s cennými papíry, kterým burzovní komora udělila k obchodování s cennými papíry oprávnění. Ti obchodují nejen na cizí (klientův), ale i na vlastní účet a svou činnost mohou vykonávat pouze pomocí makléře (fyzické osoby s příslušnou makléřskou licencí).

Fungování burzy, její pravomoci a povinnosti, způsoby, techniky a pravidla obchodování vymezují burzovní předpisy, tedy stanovy burzy, burzovní řád atp. Burzovní předpisy samozřejmě musí být v souladu s legislativou, týkající se fungování kapitálového trhu dané země. Kontrola dodržování burzovních pravidel a předpisů je zajišťována jednak ze strany regulatorního orgánu zpravidla prostřednictvím burzovního komisaře a jednak ze strany samotné burzy prostřednictvím burzovních orgánů (burzovní komora či burzovní výbory).

Vnitřní systém burzy je relativně složitý, má několik subsystémů, které jsou propojeny vzájemnými vazbami. Jejich bezproblémové fungování je pro plynulý efektivní chod burzy nezbytné. K základním prvkům burzovního systému patří burzovní publikum, burzovní příkazy, předmět burzovních obchodů, standardizace obchodovaného množství, obchodní systémy, druhy burzovních obchodů, vypořádání burzovních obchodů, burzovní informace a burzovní regulace a kontrola.

1.1.1 Burzovní publikum

Investory, kteří mají zájem kupovat nebo prodávat cenné papíry na burze, lze zpravidla považovat za nepřímé účastníky obchodování, neboť nejsou členy burzy, a proto na ni nemají přístup. K nákupu či prodeji cenných papírů musí tedy využít služeb přímých účastníků (viz obrázek 1-3), kteří jsou členy burzy a mají na burzovní trh přímý přístup a možnost realizace obchodů. Jedná se o burzovní obchodníky zastupující členské firmy a o burzovní zprostředkovatele, kteří v aktivní či pasivní roli přispívají k uzavírání obchodů.



Obr. 1-3 Typy přímých účastníků burzovních obchodů

Burzovní obchodníci zastupující členské firmy nabízejí svým klientům služby spojené s investováním (poradenství, správu a úschovu, majetkovou správu a provádění kupních a prodejních příkazů), ale provádějí rovněž vlastní obchody, čímž přispívají ke zvyšování likvidity trhů. Burzovní zprostředkovatelé mají zprostředkovatelskou a kurzotvornou úlohu, neboť stanoví burzovní kurz a vyřizují burzovní obchody. Úkolem burzovních zprostředkovatelů v pasivní roli (dohodců) je v systému řízeném příkazy shromažďovat nákupní a prodejní příkazy, tyto příkazy párovat a stanovovat kurz. Sami však obchody neuzavírají. Burzovní zprostředkovatelé v aktivní roli (tvůrci trhu – *market makers*) se vyskytují v systémech řízených cenou či kvótami. Jejich hlavním úkolem je neustále pro vymezené cenné papíry kotovat nákupní a prodejní kurzy, za které jsou ochotni nakupovat a prodávat. Mají tedy povinnost vytvářet oboustranný trh kotací cenných papírů na straně nabídky i poptávky. Jelikož mohou uzavírat obchody jak na cizí účet (broker), tak i na vlastní účet (dealer), dodávají svou činností cenným papírům likviditu.

1.1.2 Burzovní příkazy

K reálnému fungování burzovních obchodních systémů je třeba do nich vkládat nákupní a prodejní příkazy. Každý burzovní příkaz přitom musí jednoznačně definovat předmět obchodu, tedy stanovit, kterého cenného papíru se příkaz týká. Každý existující veřejně obchodovaný cenný papír ve světě má svůj vlastní identický kód ISIN (*International Securities Identification Number*), což je dvanáctimístní alfanumerický kód, kde první dvě pozice představují zkratku země emitenta, za níž následuje devítimístné číselné označení národní identifikace cenného papíru a nakonec jednomístné kontrolní číslo.

Pokud si klient přeje realizovat koupi či prodej cenného papíru, udělí svému obchodníkovi příkaz některou z předepsaných forem (např. elektronickým systémem, faxem, telefonicky či osobně na přepážce). Obchodníci s cennými papíry vedou interní elektronické databáze burzovních příkazů, které následně ve vhodný okamžik převádějí v elektronické formě na burzu. Obsah, formu a druhy burzovních příkazů, které jsou přípustné pro daný obchodní systém upravují burzovní předpisy dané burzy. Zejména speciálně definované příkazy bývají na různých burzách odlišné. Kromě definice příkazu (nákup/prodej), identifikace cenného papíru, množství a časové platnosti příkazu je klíčovou informací prodejní (resp. kupní) kurz, tedy údaj, za jakých kurzových podmínek je možné příkaz provést. Z tohoto hlediska je možno vytvořit příkaz nelimitovaný, v rámci kterého se obchodník bude snažit prodat či nakoupit cenný papír za co nejvýhodnější cenu na trhu (*at best order, at least order*), nebo příkaz limitovaný, kdy investor stanoví nejvyšší kupní či nejnižší prodejní kurz. Dále existují příkazy zajišťující zisk či omezující ztrátu, jejichž podstatou je snaha podílet se na kurzovém vzestupu, či eliminovat rizika kurzových ztrát.

1.1.3 Předmět burzovních obchodů

Na burze cenných papírů se obchoduje s různými druhy cenných papírů, mezi které patří zejména akcie, podnikové a bankovní dluhopisy, dlouhodobé státní dluhopisy, hypoteční zástavní listy a podílové listy.

Každý cenný papír musí být nejdříve připuštěn na burzu, resp. na její segment (např. segment pro zahraniční akcie, segment pro malé rizikové podniky apod.) na základě splnění přesně vymezených podmínek pro kotaci na burzovním trhu, které určují burzovní, případně regulatorní orgány. Rozhodnutí o přijetí cenného papíru k obchodování obvykle přísluší kotačnímu výboru dané burzy.

Struktura, vymezení a úroveň jednotlivých podmínek pro kotaci na burzovním trhu se na jednotlivých burzách liší. Zpravidla se však týkají minimální výše vlastního kapitálu, doby existence podniku, minimálního objemu emise vydané na základě veřejné nabídky, dostatečné likvidity emise či určité úrovně hospodaření emitenta. Hlavní důraz je však kladen na informační povinnost. Emitent je povinen pravidelně zveřejňovat výsledky hospodaření v požadované struktuře a veškeré další informace, které by mohly ovlivnit kurz cenných papírů.

1.1.4 Standardizace obchodovaného množství

Množství cenných papírů, které může být zobchodováno, je na většině světových burz standardizováno. Jsou tedy stanoveny minimální jednotky pro obchodování v počtu kusů

cenných papírů či v lotech, které jsou stanoveny buď počtem cenných papírů nebo celkovým objemem obchodu v peněžních jednotkách (někdy i různě pro jednotlivé emise) a dle potřeby upravovány dle vývoje kurzu. Je-li to umožněno, pak zejména drobní investoři v některých případech provádějí transakce v neúplných jednotkách (*odd-lot*). Tyto transakce jsou však nevýhodné, neboť je za to k aktuálnímu kurzu přičítána určitá přírážka.

1.1.5 Obchodní systém

Obchodní systém každé burzy musí přesně vymezit fakt, zda budou kurzy stanovovány kontinuálně nebo jednorázově (na celý den či jeho určitou část) a rovněž jakým způsobem budou do uzavírání obchodů zapojeni burzovní zprostředkovatelé (zda smí obchodovat pouze na cizí nebo vlastní účet, případně na oba druhy účtů). Důležitou roli při výběru obchodního systému hraje na burze rovněž míra zapojení výpočetní techniky do obchodování. Klasický systém, kdy obchody probíhají na parketu a uzavírají se tzv. „metodou veřejného křiku“ je uplatňován na prezenčním typu burzy. Parket je oddělen zábradlím od kulisy, kde se uzavírají neoficiální obchody. Výhradně s využitím výpočetní techniky se obchoduje na elektronické burze, která umožňuje uzavírat velké objemy obchodů v krátkém čase bez nutnosti fyzické přítomnosti obchodníků přímo na burze. Elektronické burzy mají nižší transakční náklady, zrychlují a usnadňují šíření informací ve větší kvalitě a navíc umožňují snadné propojení a spolupráci s ostatními burzami.

Obchodní systémy využívané na burzách v jejich základním členění znázorňuje tabulka 1-2. V současné době nejsou tyto systémy na jednotlivých burzách vždy využívány pouze v základní podobě, ale i v různých modifikacích či kombinovaně. Obecně lze říci, že na prezenční burze je možno využívat *systém řízení příkazy*, *cenou* či *systém aukční*.

Tab. 1-2 Burzovní obchodní systémy

Prezenční burzy		Elektronické burzy
Systém řízený příkazy	Systém jednotného kurzu	Systém jednotné cenové aukce
	Systém jednotlivých kurzů	Systém centrální objednávkové knihy
Systém řízený cenou		Systém řízený kotacemi
Aukční systém		
		Kombinovaný systém

Poznámka:

Barevný odstín znázorňuje analogii daného systému na prezenční a elektronické burze.

V *systému řízeném příkazy* (*order driven system*) předávají členové burzy do určitého okamžiku nákupní a prodejní příkazy. Tyto příkazy se shromažďují u burzovního zprostředkovatele (dohodce), který, jak již bylo uvedeno, vystupuje pouze v pasivní roli (tedy sám neobchoduje). Ve stanoveném okamžiku dohodce na základě obdržených příkazů stanoví kurz, při kterém je uzavřeno maximální množství transakcí a v tomto okamžiku je takový kurz jediným kurzem na trhu. Ke stanovení kurzu tímto způsobem může dojít jednou (systém jednotného kurzu) nebo vícekrát denně (systém jednotlivých kurzů), přičemž poslední kurz je kurzem uzavíracím.

Mnohem méně transparentním, ale zato zpravidla likvidnějším systémem, je *systém řízený cenou* (*price driven system*). Tento systém má decentralizovaný charakter, neboť

jednotliví účastníci obchodují přímo mezi sebou za individuálně dohadované burzovní ceny. Tvůrci trhu (*market maker*) je jako burzovnímu zprostředkovateli v aktivní roli svěřena jedna nebo více emisí, u kterých má povinnost zajišťovat jejich likviditu – během stanovené doby neustále kotovat nákupní a prodejní kurzy, za které je ochoten nakupovat či prodávat. Pro jedinou emisi přitom existuje více tvůrců trhu, takže v jednom časovém okamžiku může mít jeden cenný papír různé ceny. Rozdíl však obvykle velice rychle mizí díky působení konkurence a provádění arbitrážních obchodů.

Systémem bez zprostředkovatele (ať již v aktivní či pasivní roli) je **systém aukční** (*auction system*). V tomto systému obchodují burzovní obchodníci přímo mezi sebou bez účasti zprostředkovatele metodou veřejného křiku a následný obchod je uzavřen a cena sjednána mezi dvěma či více zájemci. Tato klasická metoda se v současné době již téměř nevyužívá, používají se však její varianty ve formě aukčního systému se specialisty nebo zákazníkem řízeného systému (viz kapitola 1.5).

Systém centrální objednávkové, resp. příkazové knihy (*central order book system*) vznikl elektronizací systému řízeného příkazy s jednotlivými kurzy, tj. systému, ve kterém je kurz stanovován vícekrát denně. V tomto systému operují pouze burzovní obchodníci bez zprostředkovatelů. Své příkazy k nákupu či prodeji zadávají prostřednictvím terminálů do centrální objednávkové knihy, kde se řadí dle časové a cenové priority. Příkazy, které si navzájem vyhovují, počítačový systém automaticky páruje a stanovení kurzů tak probíhá kontinuálně během času, který je vymezen pro obchodování. Vzhledem k neexistenci tvůrců trhu lze u tohoto systému očekávat nižší likviditu cenných papírů.

Systém řízený kotacemi (*quote driven system*) je elektronickou obdobou systému řízeného cenou. Kurzotvornou roli zde plní nejen tvůrci trhu, ale i obchodníci s cennými papíry. V průběhu obchodování mají obchodníci i tvůrci trhu možnost vyvolávat si prostřednictvím terminálu aktuální kurzy všech obchodovaných cenných papírů a zadávat své příkazy do burzovního počítačového systému. Tvůrci trhu jsou ještě navíc povinni pravidelně kurzy kotovat. Obchodním systémem tohoto typu je například obchodní systém SPAD využívaný na Burze cenných papírů Praha.

Systém jednotné cenové aukce (*single price auction system*), resp. aukční obchodní systém s jednotnou cenou, má některé společné rysy se systémem centrální objednávkové knihy a se systémem řízeným příkazy s jednotnými kurzy. Ke stanovení kurzu dochází jednou denně, přičemž pro párování příkazů a stanovování kurzů je využíván princip maximalizace obrátu. Funkci zprostředkovatele zde přebírá počítač, což do jisté míry způsobuje poměrně nízkou likviditu trhu. Určité prvky tohoto systému jsou například dodnes uplatňovány na volném trhu Burzy cenných papírů Praha (viz dále).

Propojením uvedených elektronických systémů vzniká kombinovaný systém, v rámci kterého jsou transakce s cennými papíry prováděny dle jejich likvidity – méně likvidní tituly prostřednictvím systému řízeného kvótami, likvidní tituly prostřednictvím systému na principu centrální objednávkové knihy.

1.1.6 Druhy burzovních obchodů

Jednotlivé burzy se zpravidla specializují na obchody s určitými instrumenty (např. s akciemi, dluhopisy a podílovými listy, s finančními deriváty atp.), s různým termínem plnění, způsobem vypořádání či záměrem obchodníků uzavírajících obchod.

Z hlediska času se burzovní obchody člení na *promptní*, u nichž k dodání cenných papírů a jejich zaplacení dochází pouze v několika málo dnech po uzavření samotného obchodu a *termínované*, kdy mezi uzavřením obchodu a jeho plněním existuje určitý časový odstup (týdny, měsíce). Naprostou většinu uzavřených termínových obchodů tvoří *diferenční obchody*, jejichž cílem je získání kurzové diference (rozdílu), ke které by mělo dojít mezi datem uzavření obchodu a dohodnutým termínem plnění. Jestliže skutečně dojde ke vzniku kurzové diference, pak jedna ze stran zpravidla od obchodu ustoupí a uhradí pouze kurzovou diferenci, která nastala. Oproti tomu na promptních trzích probíhají zpravidla *efektivní obchody*, jejichž cílem je skutečně koupit či prodat cenný papír. Ve stanoveném čase tedy musí dojít ke skutečnému převodu cenného papíru mezi prodávajícím a kupujícím.

Dle způsobu vypořádání může docházet k *přímým obchodům*, v rámci kterých dochází k vypořádání pohledávek a závazků mezi prodávajícím a kupujícím přímo dodáním cenných papírů proti zaplacení dohodnuté částky bez účasti institucí pro vypořádání obchodů či clearingového systému. Druhým typem obchodů z tohoto hlediska jsou *obchody k vypořádání*, u kterých instituce zabezpečující vypořádání obchodů provede ve stanoveném čase a stanoveným způsobem všechny předepsané úkony pro vypořádání obchodu. Prodávající ani kupující se samotného procesu vypořádání neúčastní.

1.1.7 Vypořádání burzovních obchodů

Vypořádání burzovních obchodů zahrnuje vyrovnání finančních závazků a převod cenných papírů z vlastnictví prodávajícího do vlastnictví kupujícího. Pokud jsou na burze uzavírány i obchody přímé, tedy uskutečněné přímo mezi kupujícím a prodávajícím, plní se dodáním a převzetím cenných papírů a jejich zaplacením bez účasti zúčtovacího (clearingového) systému. V opačném případě dochází k vypořádání, které může provádět burza sama, prostřednictvím dceřiné společnosti nebo smluvně, prostřednictvím specializované licencované firmy. Nezbytné technické operace, které s vypořádáním souvisí, determinují délku celého procesu. Ta závisí na druhu a množství cenných papírů, počtu účastníků, druhu obchodního systému, a také na tom, zda se jedná o cenné papíry listinné, imobilizované či dematerializované atp.

Proces vypořádání obchodů s cennými papíry je zahájen porovnáním (*matching*) všech uzavřených obchodů. V rámci porovnání je prověřován segment, na kterém byl obchod uzavřen, datum uzavření obchodu, cenné papíry, které jsou předmětem obchodu, jejich nominální hodnota, počet, dosažený kurz stanovený dle příslušného obchodního systému burzy a další obchodní podmínky. Systémy vypořádání přitom mohou být jednostranné či dvoustranné. **Jednostranné systémy vypořádání** představují komunikační systém spojující všechny účastníky obchodu. V současné době pracují tyto systémy elektronicky v reálném čase, na větších burzách se však většinou nevyužívají.

V rámci **dvoustranného systému**, který znázorňuje obrázek 1-4, dochází před zahájením celého procesu vypořádání ke shromáždění údajů o uzavřených obchodech od členských firem v centrálním počítači burzy a k jejich porovnání (viz krok 1). Obě strany kontraktu určí svůj účet u správce aktiv (cenných papírů) klienta, tzv. custodiana (krok 2A), kterému budou akcie a hotovost dodány. Brokeři zašlou do clearingového centra, případně národního vypořádacího systému (CSD), detaily obchodu a doručí investorovi podmínky obchodu a potvrzení protistrany (krok 2B).