

TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI

Hospodářská fakulta

Studijní program

6208 - Ekonomika a management

Studijní obor

Podniková ekonomika

K problematice možnosti investovat na amerických kapitálových trzích

About U.S. capital markets investing opportunity

DP-PE-KFU-2003 05

Radim Fiala

UNIVERZITNÍ KNIHOVNA
TECHNICKÉ UNIVERZITY V LIBERCI



3146069755

Vedoucí práce: Prof. Ing. Václav Bakule, DrSc. katedra financí a účetnictví

TU Liberec

Konzultant: Dr. Ing. Petr Musílek

katedra bankovníctví a pojišťovnictví

VŠE Praha

Počet stran: 58

Počet příloh: 8

Rozsah grafických prací:

50 - 60 stran textu + nutné přílohy

Rozsah průvodní zprávy:

Seznam odborné literatury:

- Beneš, V.; Musílek, P.: Burzy a burzovní obchody. Informatorium, Praha 1992
- Boura, J.: O obchodech s cennými papíry. NSPÚ, Praha 2983
- Gorby, P.: Burzovní indexy. HZ, Praha 1996
- Gonelli: The Basics of Foreign Trade and Exchanges. Federal Reserve Board of New York, 1993
- Musílek, P.: Cenné papíry a burzy. VŠE, Praha 1990
- Musílek, P.: Finanční trhy a investiční bankovníctví. ETC Publishing, Praha 1999
- Pavlát, V.: Kapitálové trhy a burzy ve světě. Grada, Praha 1993
- Rose, P. S.: Peněžní a kapitálové trhy. Victoria Publishing, Praha 1994

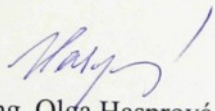
Vedoucí diplomové práce: prof. Ing. Václav Bakule, DrSc.

Konzultant: Dr. Ing. Petr Musílek, Katedra bankovníctví a pojišťovnictví VŠE Praha

Termín zadání diplomové práce: 31. října 2002

Termín odevzdání diplomové práce: 23. května 2003




Dr. Ing. Olga Hasprová
vedoucí katedry


Doc. Ing. Jiří Kraft, CSc.
děkan Hospodářské fakulty

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracoval samostatně s použitím uvedené literatury pod vedením vedoucího a konzultanta. Byl jsem seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 o právu autorském, zejména §60 (školní dílo) a §35 (o nevýdělečném užití díla k vnitřní potřebě školy).

Beru na vědomí, že TUL má právo na uzavření licenční smlouvy o užití mé práce a prohlašuji, že souhlasím s případným užitím mé práce (prodej, zapůjčení apod.)

Jsem si vědom toho, že užití své diplomní práce či poskytnutí licenci k jejímu užití mohu jen se souhlasem TUL, která má právo ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, vynaložených univerzitou na vytvoření díla (až do její skutečné výše).

Po pěti letech si mohu tuto práci vyžádat v Univerzitní knihovně TU v Liberci, kde je uložena, a tím výše uvedená omezení vůči mé osobě končí.

V Liberci dne 21.5.2003



Resumé

Tato diplomová práce popisuje historický vývoj a současný stav amerických kapitálových trhů. Těžištěm práce jsou kapitoly věnující pozornost historickému vývoji, organizační struktuře a technologiím využívaným třemi nejdůležitějšími institucemi amerického kapitálového trhu – tedy regulátorovi kapitálových trhů Securities and Exchange Commission a dvěma největším burzovním organizacím New York Stock Exchange a NASDAQ – spolu s kapitolou pojednávající o fenoménu tzv. „technologické bubliny“.

Summary

This diploma work describes historical evolution and recent developments in American capital markets. It is divided into four chapters. Three of them representing historical evolution, organizational structure and technology used by three key institutions of the American capital markets – Securities and Exchange Commission, New York Stock Exchange and by NASDAQ. Chapter four is focused on the “technological bubble” phenomenon.

Obsah

RESUMÉ.....	5
SUMMARY	5
OBSAH.....	6
SEZNAM ZKRATEK.....	8
ÚVOD	9
1. STRUKTURA AMERICKÉHO KAPITÁLOVÉHO TRHU	10
1.1. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION	11
1.1.1. HISTORIE REGULACE KAPITÁLOVÝCH TRHŮ USA, ZALOŽENÍ SEC A ZÁKLADNÍ PILÍŘE LEGISLATIVY KAPITÁLOVÝCH TRHŮ USA	12
1.1.2. ORGANIZACE A HLAVNÍ ÚKOLY JEDNOTLIVÝCH SLOŽEK SEC	17
1.1.2.1. <i>Division of Corporation Finance</i>	18
1.1.2.2. <i>Division of Market Regulation</i>	19
1.1.2.3. <i>Division of Investment Management</i>	20
1.1.2.4. <i>Division of Enforcement</i>	21
1.1.2.5. <i>EDGAR</i>	22
2.1. HISTORIE NYSE	23
2.2. ORGANIZACE NYSE.....	30
2.3. MECHANISMUS NYSE	30
2.3.1. ÚČASTNÍCI NA NYSE.....	30
2.3.1.1. <i>Broker</i>	30
2.3.1.2. <i>Specialista</i>	31
2.3.2. MECHANISMUS OBCHODU	31
2.3.2.1 <i>Průběh obchodu</i>	32
2.3.3. TECHNOLOGIE NYSE.....	33
2.3.3.1. <i>Institutional Xpress</i> TM	33
2.3.3.2. <i>NYSe Direct+</i> TM	34
2.3.3.3. <i>3D Parket</i>	34
2.3.3.4. <i>CMS</i>	35

2.3.3.5. <i>SuperDot</i>	35
2.3.3.6. <i>Market Data System (MDS) a Consolidated Tape System (CTS)</i>	36
2.3.3.7. <i>Intermarket Trading System - ITS</i>	37
3.1. HISTORIE NASDAQ	38
3.2. MECHANISMUS NASDAQ	40
3.2.1. STRUKTURA NASDAQ	40
3.2.2. ÚČASTNÍCI NASDAQ	41
3.2.2.1. <i>Market Makers</i>	41
3.2.2.2. <i>ECN</i>	42
3.2.3. PRŮBĚH OBCHODU	43
3.2.4. TECHNOLOGIE OBCHODNÍHO SYSTÉMU NASDAQ	44
4. TECHNOLOGICKÁ BUBLINA	47
5. ZÁVĚR	59
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	62
SEZNAM PŘÍLOH	64
PŘÍLOHY	65
1. POČTY STÁTŮ UDĚLUJÍCÍCH VÝJIMKU Z TZV. „BLUE-SKY LAW“	65
2. DALŠÍ VÝZNAMNÉ ZÁKONNÉ NORMY REGULUJÍCÍ AMERICKÝ KAPITÁLOVÝ TRH ...	66
3. ČETNOST PORUŠENÍ ZÁKONA SUBJEKTY TRHU VYŠETŘOVANÝCH SEC 2002.....	69
4. SPECIALISTÉ NA NYSE – PŘEHLED ZA ROK 2001.....	70
5. PŘEHLED NEJVĚTŠÍCH MARKET-MAKERŮ NASDAQ 2001	71
6. PŘEHLED OBJEMŮ TRANSAKČÍ NASDAQ, NYSE, AMEX,... ..	72
7. DLOUHODOBÝ VÝKON TRHU 1991 – 2002	73
8. HLASOVACÍ LÍSTEK VALNÉ HROMADY AKCIONÁŘŮ FIRMY AMD	74

Seznam zkratek

ACT – Automated Confirmation Transaction Service
CAES – Computer Assisted Execution System
CMS – Central Message Switch
CP – cenný papír
CQS – Consolidated Quotation System
DJIA – Dow Jones Industrial Average
DTCC – Depository Trust and Clearing Corporation
ECN – Electronic Communication Network
EDGAR – Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system
FASB – Financial Accounting Standards Board
FED – Federal Reserve System
GAAP – Generally Accepted Accounting Principles
IBA – Investment Bankers Association
ITS – Intermarket Trading System
MSRB – Municipal Securities Rule-making Board
NASD – The National Association of Securities Dealers
NASDAQ – The National Association of Securities Dealers Automated Quotation
NWII – NASDAQ Workstation II
NYSE – The New York Stock Exchange
NYS&EB – The New York Stock & Exchange Board
OTC – Over-the-counter
SEC – Securities and Exchange Commission
SIAC – Securities Information Automation Corporation
SIPC – Securities Investor Protection Corporation
SOES – Small Order Execution System
SROs – Self-Regulatory Organizations

Úvod

Při návštěvě USA v létě roku 1999 jsem se prvně ve větší míře setkal s fenoménem investování peněžních prostředků na kapitálových trzích.

I když mi problematika kapitálových trhů nebyla do té doby zcela neznámá, bylo to poprvé co jsem mohl vyzkoušet operace na burzovních trzích, mně do té doby známé pouze z odborné literatury. Můj zájem o problematiku kapitálových trhů přetrval i po návratu zpět do České republiky a postupně mne dovedl až k volbě tématu této diplomové práce.

Cílem této práce bude poskytnout ucelený pohled na více jak 200 let institucionálního, legislativního a operativního vývoje amerických kapitálových trhů společně s komentářem aktuálních událostí konce 20. a počátku 21. století.

Vzhledem k možnostem rozsahu této práce se zaměřím na tři dle mého názoru nejdůležitější instituce amerických kapitálových trhů a poté se pokusím nastínit okolnosti vývoje a dopady krize, jež byla vyvrcholením americké „technologické horečky“ na konci 20. století.

V jednotlivých kapitolách se budu postupně věnovat historickému vývoji a organizaci Securities and Exchange Commission spolu s dvěmi největšími burzovními institucemi – New York Stock Exchange a NASDAQ. U těchto dvou organizací se pokusím popsat mechanismy jejich obchodních systémů a v současné době investorům dostupné technologie, které jsou těmito trhy využívány v rámci provádění obchodních transakcí. V poslední kapitole zaměřené na události tzv. „technologické bubliny“ bych se chtěl zaměřit na některé příčiny a negativní jevy, které provázely tuto nedávnou éru amerických kapitálových trhů.

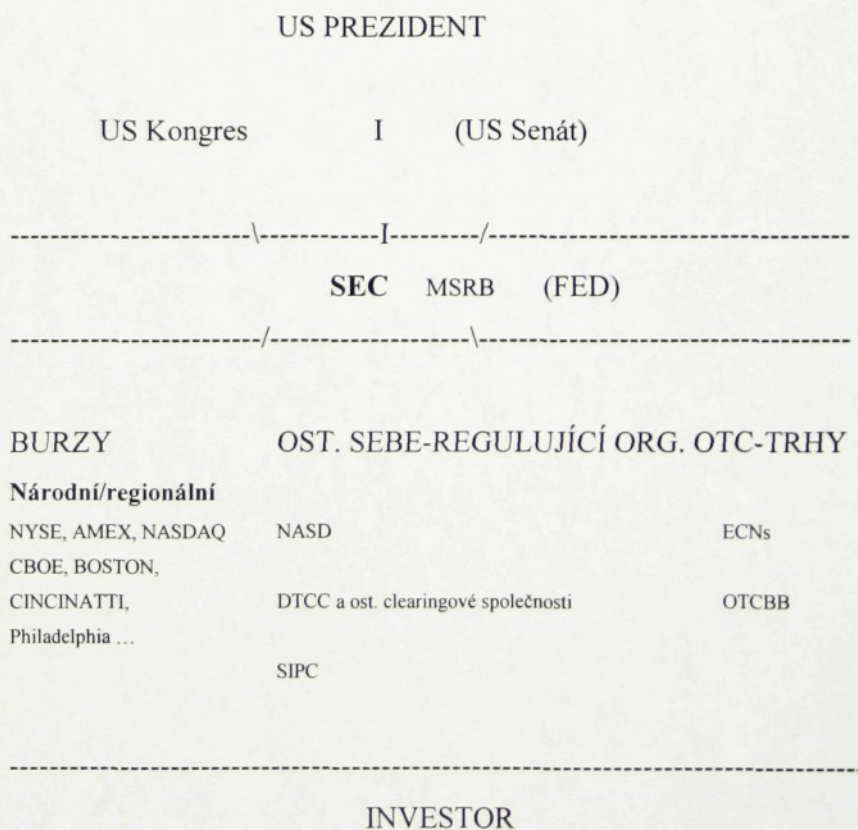
1. Struktura amerického kapitálového trhu

Základní úlohou amerických kapitálových trhů je poskytovat tolik potřebnou likviditu americkému hospodářství a pomáhat zprostředkovávat efektivní alokaci a redistribuci kapitálu.

Hlavním úkolem primárního kapitálového trhu je zprostředkovat kontakt mezi firmami a investory a umožnit tak společnostem emitujícím akcie přístup k výhodnější formě financování, než by byl případný úvěrový produkt. Na druhé straně mají investoři určitou jistotu ve faktu, že firma emitující akcie musí splňovat požadavky burzy na emitenta kladené a je tím tak podstatně omezeno riziko spojené s úpisem akcií.

Primární úlohou trhů sekundárních je poté umožnit investorům vhodně voleným nákupem cenných papírů optimálně diversifikovat své portfolio investic a snižovat tak rizika vyplývající z pozice investora.

SCHÉMA US KAPITÁLOVÝCH TRHŮ



1.1. Securities and Exchange Commission

Základním úkolem americké *Securities and Exchange commission* (SEC) je regulace amerických kapitálových trhů.

SEC vykonává dohled nad všemi účastníky burzovních operací; tedy nad burzami, OTC trhy, investičními poradci, analytiky, brokery-dealery, veřejně obchodovanými společnostmi, podílovými fondy, individuálními investory a ostatními subjekty na kapitálovém trhu.

Přestože je SEC hlavním dohlázejícím a regulátorem amerických kapitálových trhů, úzce spolupracuje s národními regulátory akciových trhů, s sebe-regulujícími organizacemi¹ jednotlivých trhů, s rozličnými soukromými společnostmi a konečně i s jinými složkami federální moci a to včetně amerického Kongresu.

Značné množství pravomocí v každodenní regulaci kapitálového trhu je v tomto systému kontroly přeneseno na sebe-regulující organizace, nad kterými SEC vykonává kontinuální dozor.

Celý systém regulace amerického kapitálového trhu je tak založen na principu samoregulace. Využívá správného předpokladu, že všechny hlavní subjekty tvořící tento trh jsou bytostně zainteresovány na bezproblémovém a transparentním fungování celého prostředí a na něm závislé důvěře investorů v americký kapitálový trh.

V souvislosti se zabezpečením transparentnosti prostředí, a tím i důvěry investorů, je jednou z hlavních priorit SEC zajištění rovného přístupu k zákony vymezeným informacím pro všechny účastníky kapitálových trhů. Ať již se jedná o velké institucionální investory či o soukromé osoby.

Za tímto účelem vyžaduje SEC od společností², jejichž akcie jsou veřejně obchodované, pravidelné zveřejňování zpráv nejen o jejich finančním zdraví³. Tato široké veřejnosti pravidelně poskytovaná data jsou pak základním kamenem při rozhodování investorů o možné investici do cenného papíru, již lze zodpovědně provést pouze za předpokladu úplných, včasných a přesných informací.

¹ NASD, burzovní společnosti (NYSE, AMEX, CBOE,...) a další

² Nejen od nich

³ Společnosti jsou povinny zveřejňovat např. i nákup/prodej akcií společnosti jejím vrcholovým managementem, popř. vypořádání opčních obchodů v rámci zaměstnaneckých programů ...

1.1.1.Historie regulace kapitálových trhů USA, založení SEC a základní pilíře legislativy kapitálových trhů USA

První nesmělé pokusy o státem zajištěnou regulaci kapitálových trhů se datují v USA do roku 1852.

Tehdy stát Massachusetts začal po železničních společnostech vyžadovat potvrzení, že minimálně 20% nominální hodnoty jimi vydaných akcií bylo splaceno ještě před zahájením výstavby⁴.

O 17 roků později byla ve stejném státě založena „železniční komise“, která dbala na dodržování legislativy v oblasti cenných papírů vydávaných železničními společnostmi.

Roku 1873 vstoupilo na území státu Pensylvánie v platnost nařízení, dle kterého mohly akciové společnosti vydávat akcie pouze proti hodnotě svého hmotného majetku a dle kterého se musely omezit na obory podnikání, jež měly zakotveny ve svých zakládajících listinách.

I z dnešního pohledu velmi odvážným krokem, jenž měl zamezit kolapsu kapitálového trhu v Kalifornii, byl roku 1879 zákaz prodeje akcií na úvěr⁵.

Ještě o něco dále než roku 1869 v Massachusetts došli zákonodárci roku 1893 při zakládání „komise pro dohled nad železnicemi“ v Texasu. Tato komise byla vybavena širšími pravomocemi. Za úkol měla dozor nad všemi emisemi akcií a dluhopisů železničních společností.

O rok později stát Massachusetts ještě zpřísnil svou legislativu a začal požadovat od železničních společností žádost o povolení k emisi akcií.

Roku 1903 začal stát Connecticut jako součást procesu emise akcií vyžadovat po důlních a naftových společnostech registrační protokol upřesňující detaily jejich těžebních operací.

První právní úprava, jež vyžadovala pravidelné, v tomto případě půlroční, poskytování informací, byla zavedena roku 1909 ve státě Nevada. Důlní společnosti byly nuceny zveřejňovat zprávu o své finanční a provozní situaci.

Roku 1910 byla Rhode Islandem zavedena právní úprava vyžadující zprávu o finančním zdraví akciových společností. V případě, kdy byla společnost shledána insolventní, byl určený bankovní úředník oprávněn požádat soud o zahájení likvidace společnosti.

⁴ Burk, James : Values in the Marketplace: The American Stock Market under Federal Securities Law, Aldine De Gruyter, 1992, str. 169

⁵ Tzv. „margin sales“

Jak je z předešlého textu patrné - prvotní pokusy o regulaci obchodu s cennými papíry byly podnikány na úrovni jednotlivých států. S postupným rozmachem akciových společností působících na celém území USA, v druhé polovině 19. století, začal být tento způsob regulace nedostatečný.

V akademické obci, mezi finančníky a kongresmany byly vedeny debaty o budoucnosti regulace kapitálových trhů. Stávající regulace na úrovni jednotlivých států se zdála nedostatečná, a proto v odborných kruzích převládl názor o nutnosti zavedení zákonů na úrovni federální⁶.

Výsledkem této diskuse o regulaci na federální úrovni bylo roku 1898 založení „průmyslové komise“⁷ americkým Kongresem. Ta předložila roku 1900 a později ještě roku 1902 návrh, jenž by uzákonil povinnost zakladatelů veřejně obchodovatelných akciových společností zveřejňovat informace, které jsou podstatné pro investory. Velkým společností měla být navíc uložena povinnost každoročně zveřejňovat výroční finanční zprávy.

Tato iniciativa měla za úkol zjednodušit dozor nad kapitálovým trhem a omezit do té doby velmi rozšířené podvody s bezcennými nebo dokonce zfalšovanými akciemi.

Velkým přínosem mělo být také sjednocení do té doby komplikovaných, často i zcela protichůdných, právních úprav jednotlivých států.

Přestože tyto počáteční snahy o regulaci na federální úrovni selhaly, nebyla práce odvedená komisí zcela bez významu. Některé její návrhy zapracoval do své, do té doby nejrevolučnější, právní úpravy J.N. Dolley. Zákon tohoto demokratického bankovního komisaře vstoupil do historie pod názvem „*blue-sky law*“.

Kansas se díky jeho práci stal roku 1911 prvním státem, který uzákonil jednotný systém udílení licencí a registrací obchodníkům s cennými papíry. Tento zákon mimo jiné požadoval registraci všech cenných papírů obchodovaných na území Kansasu. Jeho hlavním úkolem bylo zamezit podvodným obchodům odepřením registrace bezcenných cenných papírů a s nimi obchodujícím podvodníkům. Tento zákon zacházel dokonce tak daleko, že dával „bankovním komisařům“ pravomoc zakázat obchodování určitého cenného papíru, pokud investorům nezaručoval „přiměřenou míru výnosu“.

⁶ Loss, Louis : Securities Regulation, Boston, Little Brown, 1961, str. 107

⁷ „The Industrial Commission“

J.N. Dolley svůj přijatý zákon úspěšně propagoval i v jiných státech USA. Do roku 1913 23 států, převážně ze západu USA⁸, přijalo zákon podobný jím vytvořené právní úpravě. Pouze 6 států se nedrželo jeho původní předlohy.

Tato zákonná norma regulující kapitálový trh byla ve své aktuální podobě trnem v oku finančním institucím, jež se podílely na procesu upisování emisí akcií.

Ty jako protiváhu státním snahám o regulaci založily roku 1912 „*Investment Bankers Association*“ (IBA). Tato asociace měla nejen zlepšit jejich image u investorské veřejnosti, ale hlavně měla zamezit rozšíření obdob „*blue-sky law*“ na východě USA, kde docházelo k největším objemům obchodů s cennými papíry.

Z počátku IBA napadala tyto snahy o regulaci přímo u soudů v jednotlivých státech.

Roku 1917 však podpořil tuto legislativu svým judikátem i Nejvyšší soud Spojených států. Od tohoto data tedy IBA začala uplatňovat novou strategii. Jednoduše svým členům dala instrukce, jak mají v tichosti obcházet tyto jim nepohodlné zákonné normy.

K velké radosti členů IBA přispívaly největší měrou k faktické neúčinnosti těchto zákonů samotné státy.

Jejich neschopnost vytvořit akceschopné aparáty, jež by dohlížely na dodržování těchto zákonů, již předem odsoudila tyto revoluční změny v regulaci kapitálových trhů k neúspěchu.

Ačkoli po I. světové válce došlo k rapidnímu nárůstu emisí akcií, nedošlo ze strany jednotlivých států k vytvoření adekvátních institucí, které by dodržování zákona v plné míře kontrolovaly. Pouze 8 států mělo na počátku 30. let vytvořeno komise, které se zaměřovaly na analýzu cenných papírů, regulaci kapitálového trhu a vyšetřování. Zbytek států ve svých právních úpravách spoléhal na bankovní inspekce, státem licencované auditory, popřípadě na volené kandidáty z řad politických stran, kteří ani nemuseli mít dostatečné znalosti kapitálového trhu.

Svým vlažným přístupem k problematice regulace kapitálových trhů se jednotlivé státy dostaly spíše do role přihlížejícího a hlavní role v úpravách regulace kapitálových trhů postupně přebírala IBA, jednotlivé burzy a americký Kongres.

Prakticky již od 20. let nezvládal stávající systém státní regulace svou úlohu.

Jako reakci na tuto situaci přišla IBA s návrhem podpořeným New York Stock Exchange.

⁸ Státy na západu USA podnikaly tvrdší kroky k ochraně investorů.

Zjednodušeně řečeno se jednalo o zavedení pravidla, na které mohly jednotlivé státy přistoupit a které zprostilo cenné papíry obchodované na některé z konkrétních burz z pravidel určených „blue-sky“ právními úpravami těchto států⁹.

Dalším z návrhů IBA bylo zjednodušit nebo zcela opustit praxi registrace cenných papírů jednotlivými státy. V tomto případě se IBA odkazovala na zákon známý jako tzv. „Martin's Act of 1921“, jenž zmocňoval newyorského generálního prokurátora vyšetřovat podvodné praktiky na kapitálových trzích.

Z výše uvedeného výkladu je jasné, že tehdejší systém regulace kapitálových trhů byl zcela nedostatečný a nemohl předejít kolapsu roku 1929, jenž v podstatě odstartoval velkou hospodářskou krizi v USA.

Na druhou stranu je nutno přiznat, že ani mnohem dokonalejší systém regulace by nezabránil kapitálovým trhům tak raketově růst a poté v roce 1929 ještě rychleji zkolabovat. Je více než pravděpodobné, že by se bylo zamezilo některým velmi negativním projevům propadu trhů (především bankrotům bank), ale z doby nedávno minulé víme, že ani dnešní systém kontroly nedokázal během „technologické bubliny 1996-2000“ zabránit kolosálním excesům.

Krise kapitálových trhů a následná vyšetřování podvodných burzovních transakcí Kongresem vedla ke schválení několika klíčových zákonů, které jsou dodnes více či méně v platnosti.

Jako první z klíčových zákonů byl schválen tzv. „Securities Act of 1933“, kterýž reguluje především proces emise cenných papírů.

Jeho cílem je zajistit během procesu registrace CP zveřejnění všech podstatných údajů o cenném papíru a společnosti tento cenný papír emitující a to ještě před samotnou emisí tohoto papíru na trh.

Dnes se v procesu registrace CP využívá moderních technologií. SEC uveřejňuje tyto dokumenty pomocí systému EDGAR¹⁰.

Pokud investor prokáže, že mu vznikla škoda v souvislosti s nepravdivými údaji zveřejněnými emitentem, má poté právo na plné odškodnění.

Ne všechny cenné papíry podléhají regulaci tímto zákonem.

⁹ Viz. Příloha č. 1 – Počty států udělujících výjimku z tzv. „blue-sky law“

¹⁰ Tzv. „Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system“ viz. kapitola 1.1.2.5. EDGAR

Tímto zákonem nejsou regulovány :

- vnitrostátní emise CP upsané osobám se sídlem v daném státě a to v případě kdy v tomto státě emitent podniká,
- CP jakékoli organizační složky USA (včetně úřadů federální a státní vlády), náboženských a neziskových organizací,
- emise jejichž hodnota nepřesáhne 1,5 miliónu USD,
- CP vydané veřejnými dopravci, jež jsou regulováni zákonem „*Interstate Commerce Act*“.

Dalším z přijatých klíčových zákonů byl tzv. „*Securities Exchange Act of 1934*“.

Tímto zákonem byla založena „*Securities and Exchange Commission*“¹¹. Jejím prvním předsedou byl prezidentem F.D.Rooseveltem jmenován Joseph P. Kennedy.

Zákon udělil SEC široké pravomoci pro dohled nad kapitálovými trhy a subjekty na nich působící a oprávnil FED stanovit pravidla nákupu cenných papírů na úvěr.

Mnoha skupinám subjektů byla uložena povinnost registrace u SEC. Mezi nejdůležitější určitě patří veřejně obchodovatelné společnosti, brokeri-dealeři, burzy, NASD a v neposlední řadě i jednotlivé cenné papíry obchodované na burzách a OTC trzích.

Tato právní úprava také reguluje povinnosti ředitelů, jiných výkonných pracovníků a majitelů více jak 5% podílů ve společnostech¹². Ti všichni musí pravidelně informovat SEC o svých aktivitách spojených s kapitálovým trhem. Navíc je jim uložena povinnost sdělit SEC nejpozději do 10 dnů jakékoli změny vyplývající z nákupu/prodeje daného CP. Jsou také vyloučeni z možnosti otevření tzv. „*short position*“ u daného CP a mají za povinnost vrátit akcionářům společnosti jakékoli zisky plynoucí ze znalosti situace uvnitř společnosti a dokonce i zisky krátkodobého charakteru, které by vznikly na základě nákupu/prodeje, prodeje/nákupu daného CP během období 6 měsíců.

Zákon dále přesně vymezuje informační povinnost veřejně obchodovaným společností, a to včetně zveřejňování podkladů, na jejichž základě investoři hlasují na valných hromadách.

¹¹ Viz kapitola 1.1.2. Organizace a hlavní úkoly jednotlivých složek SEC

¹² Označování za tzv. „*Insiders*“

„*Securities Exchange Act of 1934*“ také definuje a staví mimo zákon některé manipulace s cennými papíry, ať již se jedná o akciové „*pooly*“ (umělá manipulace ceny CP skupinou spřízněných brokerů), tzv. „*churning*“ (investorem neautorizované a svévolné transakce prováděné brokerem za účelem generování provize), „*párování*“ pokynů k nákupu/prodeji jednoho CP brokerem (umělé vykazování obchodní aktivity) či tzv. „*wash sales*“ (kombinace nákupu/prodeje CP za účelem daňové optimalizace).

V neposlední řadě tento zákon upravuje pravidlem známým jako „*20-to-1 rule*“ maximální možné zadlužení brokera-dealera vůči cizím subjektům. Jak již vyplývá z jeho názvu – největší přípustné zadlužení je stanoveno na 2000% čistého vlastního kapitálu.

1.1.2. Organizace a hlavní úkoly jednotlivých složek SEC

Vedení SEC se skládá z pěti prezidentem jmenovaných komisařů¹³. Samotná organizace má čtyři divize a osmnáct kanceláří s ústředím ve Washingtonu spolu s jedenácti regionálními pobočkami.

Jeden z komisařů je prezidentem jmenován předsedou komise.

Členové jsou do svého úřadu jmenováni vždy na pětileté funkční období a to v takových intervalech, aby vždy pouze jeden z komisařů končil své funkční období během jednoho kalendářního roku a to vždy k 5. červnu.¹⁴

Z důvodů zachování politické neutrality komise jakožto celku je nepřipustné, aby více jak tři komisaři byli členy jedné politické strany.

Komisaři na svých pracovních schůzkách řeší různorodé záležitosti, předkládané pracovníky SEC.

Vedle provádění interpretací federálních zákonů vztahujících se k problematice kapitálových trhů se zabývají i úpravami stávajících a návrhy nových pravidel. Komisaři také fakticky schvalují vynucení platných pravidel a zákonů v případě jejich porušení.

¹³ Na návrh amerického Senátu.

¹⁴ <http://www.sec.org/>

Jejich jednání jsou běžně, pokud se nejedná o projednávání utajených záležitostí, například v souvislosti s zahájením vyšetřování komise, otevřena jak novinářům, tak i široké veřejnosti.

1.1.2.1. Division of Corporation Finance

Tato část SEC dohlíží na řádné zveřejňování zákonem daných informací veřejně obchodovanými společnostmi.

Veřejně obchodované společnosti jsou v USA, stejně jako v České republice, povinny splňovat svoji informační povinnost vůči investorům.

Informační povinnost společností, jejichž akcie jsou obchodovány na trzích, vzniká již požadavkem na primární emisi cenných papírů a to v případě, že se na tento druh cenného papíru vztahuje povinnost registrace u SEC.

Po uvedení cenného papíru na trh je společnost povinna čtvrtletně a ročně zveřejňovat zákonem požadované informace. Velká část materiálů vyžadovaných komisí v rámci programu informační povinnosti je v elektronické podobě přístupna široké veřejnosti internetovým systémem EDGAR¹⁵.

V reakci na nedávné skandály¹⁶ je dnes dokonce v některých případech vyžadována okamžitá informační povinnost a byla zavedena povinnost signace čtvrtletních a ročních výkazů ze strany nejvyššího vedení veřejně obchodované společnosti.

K dalším z požadovaných dokumentů patří výroční zprávy společností a materiály zasílané akcionářům v souvislosti s valnými hromadami společností.¹⁷

Informační povinnost není omezena jen na výše uvedené případy a vztahuje se například i na plánované převzetí cizích společností, nákupy větších akciových podílů cizích společností, veřejné nabídky k odkupu akcií či fúze s jinými společnostmi.

V těchto dokumentech požadovaných SEC zveřejňují firmy svou finanční situaci a své obchodní záměry, což jsou data potřebná k zodpovědnému rozhodování investorů.

Pracovníci SEC prověřují, zda poskytnuté informace odpovídají skutečnosti, zda nedochází k ať již záměrnému či nechtěnému zkreslování výsledků společnosti a zda společnosti bezesbytku splňují požadavky na informační povinnost – tzn., zda zveřejňují

¹⁵ Viz Kapitola 1.1.2.5. EDGAR

¹⁶ Viz Kapitola 4. Technologická bublina

¹⁷ Příloha č. 8 – Hlasovací lístek valné hromady akcionářů AMD

všechny tudíž i negativní informace, které by mohly ovlivnit rozhodnutí investora o nákupu, držení či prodeji cenného papíru společnosti¹⁸.

Do kompetencí divize spadají záležitosti výkladu, návrhu úprav a provádění následujících zákonů v praxi :

- *Securities Act of 1933*
- *Securities Exchange Act of 1934*
- *Trust Indenture Act of 1939*

Divize také úzce spolupracuje s Kanceláří hlavního účetního¹⁹ a monitoruje změny v účetních praktikách, zejména pak činnost „*Financial Accounting Standards Board*“ (FASB). Tyto změny bývají posléze promítnuty do obecně přijímaných účetních principů známých pod zkratkou GAAP²⁰.

Pracovníci divize dohlíží a radí ve věci dodržování právních předpisů nejen veřejně obchodovaným společnostem či společnostem, které se nachází ve fázi příprav primární emise cenných papírů, ale i veřejnosti.

Zvláštní pozici v tomto procesu zaujímají tzv. „*no-action letters*“, což je postup formálního šetření, jenž je využíván firmami především v případech zavádění inovací nebo v případech, kdy neexistuje pravidlo či není znám výklad zákona komisí. Firma se pracovníků SEC dotáže, zda daný postup či produkt firmy není v rozporu s platnými zákony a pravidly a jaké bude v tomto případě jejich doporučení komisí.

1.1.2.2. Division of Market Regulation

Divize regulace trhu stanoví a prosazuje standardy pro bezproblémový, transparentní a dobře fungující chod kapitálového trhu.

Tohoto cíle dosahuje především dohledem nad největšími účastníky kapitálového trhu. Tedy dohledem nad brokery-dealery, transferovými agenty²¹ a sebe-regulujícími organizacemi²², jež zahrnují jednotlivé burzovní organizace, National Association of Securities Dealers, Municipal Securities Rulemaking Board a clearingové společnosti.

¹⁸ Vzhledem k množství poskytovaných údajů se však nejedná o systematickou kontrolu všech zaslaných dokumentů.

¹⁹ Office of the Chief Accountant

²⁰ Generally Accepted Accounting Principles

²¹ Společnosti udržující záznamy o vlastnictví CP a zajišťující převod CP

²² Tzv. SROs z angl. Self Regulatory Organization

Tato divize také dohlíží na „*Securities Investor Protection Corporation*“ (SIPC), což je soukromá nezisková organizace pojišťující CP a finanční prostředky na účtech klientů proti úpadku členských firem.

Mezi úkoly této divize náleží:

- přímý dohled nad kapitálovým trhem,
- stanovení pravidel chodu jednotlivých trhů a výklad již existujících pravidel v závislosti na změnách tržního prostředí,
- přezkouvání a schvalování návrhů nových a změn stávajících pravidel chodu kapitálových trhů předložených jednotlivými sebe-regulujícími organizacemi,
- zajišťovat dohled nad brokery-dealery v rámci programu kontroly jejich finanční způsobilosti.

1.1.2.3. Division of Investment Management

Tato divize má za úkol dohlížet a regulovat sektor společností, jež se zabývají investičním managementem, a to včetně podílových fondů a investičních poradců. Divize se svou činností snaží minimalizovat rizika, jimž jsou investoři vystaveni ze strany společností fungujících v této oblasti kapitálových trhů, a zároveň se snaží udržet na přijatelné úrovni náklady spojené s nezbytnými opatřeními kapitálového dohledu.

Mezi úkoly této divize náleží:

- kontrola podkladů obdržených od investičních společností a investičních poradců v rámci programu informační povinnosti,
- kontrola plnění nařízení komise vztahujících se na investiční poradce a společnosti,
- přezkouvání výkonů rozhodnutí komise ve věcech týkajících se investičních společností a poradců,
- tvorba nových a úpravy stávajících pravidel v závislosti na změnách tržního prostředí,
- výklad zákonů a pravidel regulace kapitálových trhů určený pro veřejnost, inspekce SEC a pracovníky zajišťující výkon rozhodnutí komise,
- prověřování požadavků na tzv. „*no-action letters*“ a na udělování výjimek z pravidel SEC,

- dohled nad společnostmi sektoru veřejných služeb, jež jsou regulovány zákonem „*Public Utility Holding Company Act of 1935*“.

1.1.2.4. Division of Enforcement

Tato divize šetří možná porušení zákonných norem regulujících kapitálový trh. Je-li nutné podniknout kroky proti narušiteli, doporučuje komisi adekvátní způsob zásahu, ať již se jedná o žalobu u federálního soudu či pouze zahájením správního řízení. Divize je také zodpovědná za dosažení dohody v případech, kdy je k tomu zmocněna komisí.

Vzhledem k faktu, že komise má pouze občanskoprávní autoritu, je v případech obzvláště závažného porušení zákona nutná její úzká spolupráce s dalšími složkami výkonné moci.

Důkazy o možných porušení zákonů regulujících kapitálový trh jsou získávány z různých zdrojů. Velmi často se tomu tak děje na základě stížnosti investorů, popřípadě na upozornění některou ze sebe-regulujících organizací či ve spolupráci s některou z dalších divizí komise.

Všechna vyšetřování SEC provází snaha dojít k faktickému zjištění či nápravě bez nutnosti dovést spor až k formální při u soudu. V souladu s touto politikou jsou využívány neformální šetření, předvolání svědků, zkoumání záznamů brokerů, vyhodnocení záznamů burzovních obchodů a mnohé další metody. Je-li to však nutné a zahájí-li komise formální vyšetřování ve věci porušení zákona, pak je možné svědky formálně předvolat a přinutit k výslechu před komisí, která si může vyžádat například předložení účetních dokladů.

Výsledky vyšetřování jsou pracovníky prezentovány členům komise. Komise může pracovníky zmocnit k podání žaloby ve věci u federálního soudu, nebo k zahájení správního řízení v dané věci. Komise se rozhoduje, zda přikročí k správnímu řízení či zda podá žalobu u federálního soudu, nejen na základě vážnosti porušení zákona. V některých případech dokonce komise využívá obě možnosti vedení řízení naráz.

Subjekty proti nimž jsou komisí podnikány kroky, velmi často volí možnost mimosoudního urovnání pře.

Mezi běžná porušení zákona stíhaná SEC patří²³:

- „*insider trading*“ – tedy zneužití důvěrných či veřejnosti neznámých informací vztahujících se k danému cennému papíru,

²³ Četnost některých porušení zákona viz. Příloha č. 3

- zkreslení či zamlčení důležitých informací,
- umělá manipulace s cenami cenného papíru,
- zpronevěra peněžních prostředků a cenných papírů klienta,
- porušení povinnosti poctivého jednání brokerem-dealerem,
- prodej cenných papírů bez náležité registrace.

1.1.2.5. EDGAR

„*Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system*“ (EDGAR) je systémem elektronického sběru a šíření informací, které jsou vyžadovány SEC v rámci programu informační povinnosti. Každý rok je tímto systémem zpracováno analyzováno a přetříděno více jak 500 000 dokumentů.

Provoz systému EDGAR byl po tříletém zkušebním provozu zahájen 6. května 1996. Tímto datem nastala americkým veřejně obchodovaným společnostem povinnost předávat požadovaná data SEC v elektronické podobě.

Přestože v současné době existují některé výjimky²⁴ a dokumenty, které nejsou přístupny veřejnosti v elektronické podobě, je tento systém velkým krokem vpřed při zajištění rovných podmínek pro všechny investory. Za pomoci systému EDGAR se vyhledání investorem požadovaných informací zredukovalo z otázky dnů až týdnů na několik málo úderů klávesnice.

²⁴ Např. zahraniční společnosti nejsou ze zákona povinny využívat systému EDGAR.

2.1. Historie NYSE

V roce 1653 byla na poloostrově Manhattan postavena 4 metry vysoká palisáda. Jejím úkolem bylo chránit holandské osadníky před útoky Britů a indiánů.

Podél této palisády vznikla roku 1685 proslavená Wall Street.

O století později roku 1790 federální vláda refinancuje svůj válečný dluh vydáním dluhopisů v hodnotě 80 miliónů dolarů. Tato první rozsáhlá emise veřejně obchodovatelných cenných papírů je považována za vznik amerického investičního trhu.

V roce 1792 došlo na Wall Street k schůzce 24 nejvýznamnějších brokerů a obchodníků. Při této příležitosti uzavřeli smlouvu, která je známá pod jménem „*Buttonwood Agreement*“. Její signatáři poprvé společně definovali základní obecná pravidla pro obchod s cennými papíry. Od tohoto data se odvozuje založení „*New York Stock Exchange*“²⁵, i když založení NYSE, jakožto formální instituce, proběhlo až mnohem později²⁶.

První akcií, která byla zobchodována pod Buttonwoodským stromem byla akcie Bank of New York. Akcie Bank of New York byly později prvními akciemi, které byly kótovány na NYSE.

Trh s cennými papíry byl tehdy velmi omezený. Obchodovalo se pouze s pěti tituly, mezi nimiž byly dvě banky a tři státní obligace.

K většímu rozvoji trhu s cennými papíry v New Yorku došlo až po válce roku 1812.

K formálnímu založení „*New York Stock & Exchange Board*“ (NYS&EB) došlo až roku 1817. Brokeři si pro svou činnost pronajímají kanceláře na 40 Wall Street a vytváří stanovy burzy.

Na NYS&EB je pro obchodování zaveden tzv. *call market*. Předseda burzovního shromáždění vyhlašoval nahlas několikrát denně jednotlivé cenné papíry, které byly vždy po přečtení obchodovány brokery. Burzovní den měl dvě části – dopolední a odpolední obchodování.

Roku 1824 bylo na NYS&EB zobchodováno 380 000 akcií. O sedm let později je to již v průměru 8500 akcií denně. Největší objemy obchodů byly dosahovány u akcií železnic.

Po velkém požáru na Manhattanu roku 1835 se musela NYS&EB dočasně přemístit do jiného sídla.

²⁵ Tzv. NYSE, původní název této společnosti byl „*The New York Stock and Exchange Board*“ (přejmenována byla roku 1863)

²⁶ Formálně byla založena teprve roku 1817.

O rok později došlo, z pohledu vývoje burzy, k důležité události – byl jí zákaz členům obchodovat mimo burzu.

V roce 1837 došlo k prvnímu vážnějšímu krachu na burze. Průměrné denní objemy obchodů klesly z 7393 akcií v lednu na 1500 akcií v červnu.

Milníkem z hlediska burzovní technologie byl rok vynálezu telegrafu - 1844. Ten byl ve velmi krátké době zaveden na NYS&EB pro spojení s brokery mimo New York.

O devět let později dochází k zprísnění standardů pro kótaci akcií na burze. Od firem jsou vyžadovány informace o jejich pohledávkách a kapitálových zdrojích.

Bankrot „*Ohio Life Insurance & Trust Company*“ odstartoval krach roku 1857. Ceny jednotlivých titulů klesaly až o 8-10% denně. Celkový pokles dosáhl až 45% během roku 1857.

Po vypuknutí občanské války roku 1861 dochází k pozastavení obchodů s akciemi firem z odtržených států.

Roku 1863 dochází ke změně jména na dnešní *New York Stock Exchange*.

Položení trans-atlantického kabelu o několik let později umožnilo okamžité spojení s londýnským finančním trhem.

Roku 1865 po atentátu na Abrahama Lincolna byla burza déle jak týden uzavřena. Téhož roku se burza přestěhovala do prvního stálého sídla na 10-12 Broad St. jižně od Wall St..

O dva roky později, po vynálezu burzovního telegrafu Edward A. Calahanem, bylo poprvé možno přenést aktuální ceny burzovních titulů investorům do celého světa.

Od roku 1868 bylo možno s do té doby doživotním členstvím na burze obchodovat.

Důležitým činem k zlepšení bezpečnosti tehdejšího kapitálového trhu byl krok podniknutý roku 1869. NYSE rozhodla zavést registraci všech cenných papírů v bankách či jiných důvěryhodných institucích. Toto opatření mělo zabránit neoprávněným emisím cenných papírů, které znehodnocovaly již obchodované cenné papíry. Jedinou společností, která se vzepřela tomuto rozhodnutí, byla „*Erie Railroad Company*“. Poté, co byly její akcie staženy z obchodování na několik měsíců, se i tato společnost podřídila.

Ve snaze podpořit objem obchodů zavedla NYSE roku 1871 systém průběžného obchodování. Ten nahradil předešlý „*call market*“. Brokeři obchodující s papíry zůstávali na určitém místě a dávali pokyn tzv. specialistovi.

Krach prestižní banky „*Jay Cooke & Company*“ roku 1873 způsobený vysoce rizikovými spekulacemi s železničními akciemi vyvolal ohromnou paniku mezi investory. NYSE byla nucena na 10 dní zastavit obchodování.

V témže roce došlo k úpravám burzovního dne. Burza zahajovala v 10 hodin dopoledne a uzavírala své obchodování v 15 hodin. V sobotu se obchodovalo od 10 do 12 hodin.²⁷

Roku 1878, pouhé 2 roky po jeho vynálezu, byl zaveden na obchodní parket NYSE telefon. 15. prosince 1886 bylo poprvé zobchodováno přes milión kusů akcií za den – 1 200 000.

Jako výsledek stálé snahy zlepšit investorům poskytované služby založila NYSE roku 1889 „*New York Quotation Company*“. Tato dceřiná společnost měla za úkol poskytovat předplatitelům telegrafem aktuální data z obchodování na burze.

Roku 1895 doporučila NYSE firmám, jejichž akcie byly kótovány na burze, poskytovat svým akcionářům kompletní výroční zprávy.

Roku 1896 byl ve Wall Street Journal poprvé uveřejněn Dow Jonesův index „*Dow Jones Industrial Average*“. Jeho první hodnota byla 40,74.

Roku 1903 se burza přesouvá do nového sídla na 18 Broad Street. Zde byl vybudován nový obchodní parket, který se využívá dodnes.

O tři roky později DJIA poprvé překonává hranici 100 bodů.

Fámy o finančních potížích „*Knickerbocker Trust*“, tehdy nejsilnější banky v New Yorku, spustily roku 1907 paniku, která vyústila v propad burzy a v „run“ i na ty největší banky. Události spojené s touto panikou jsou dodnes považovány za nejtěžší období v celé historii finančního sektoru v USA. S úspěšným vyřešením tehdejší situace je spojováno jméno J.P.Morgan Sr.. Ten zorganizoval rozsáhlou operaci, která zajistila bankám dostatek kapitálu pro přežití.

S vypuknutím 1. světové války je spojován nejdelší výpadek v činnosti NYSE. Ta byla uzavřena na více jak čtyři a půl měsíce.

Roku 1915 dochází k historické změně, která přetrvala až do dnešní doby. Výpočet ceny cenných papírů přechází z procentuálního vyjádření na cenu určenou v dolarech.

1. světová válka je zlomovým bodem pro NYSE. Vzhledem k válečným operacím na evropském kontinentu došlo k odlivu kapitálu z dosahu zuřící války do stabilní Ameriky. NYSE nahrazuje Londýn jakožto hlavní centrum světového finančnictví. V průběhu následujícího desetiletí bylo na NYSE obchodováno více jak 1700 zahraničních cenných papírů.

Další ze zavedených technologických vymožeností byla potrubní pošta. Tu se podařilo zprovoznit v roce 1918.

²⁷ www.nyse.com/pdfs/Nyse.pdf str. 1

Roku 1920 byla založena dceřiná společnost NYSE za účelem zřízení centralizovaného clearingového centra. To mělo sloužit k zúčtování mezi jednotlivými účastníky burzy.

V roce 1922 byla provedena přestavba stávající budovy NYSE. Vzhledem k tehdy platným stavebním zákonům dochází k poměrně kuriózní situaci, kdy nový obchodní parket je úřadům nahlášen jako garáž.

K roku 1923 se datuje začátek šestiletého neustálého růstu cen akcií na NYSE.

Na počátku roku 1929 zavedla NYSE nový centralizovaný systém záznamu kurzů, který byl pro investory přístupný i telefonicky.

3. září 1929 dosahuje DJIA rekordní hodnoty 318,17. Necelé dva měsíce poté, 24. října, dochází k drastickému propadu burzy známému jako „černý čtvrtek“. Během tohoto dne bylo zobchodováno rekordních 13 miliónů akcií. Pokles na burze však neskončil a NYSE zaznamenala ještě několik rekordně „černých“ dní. Mezi nimi obzvláště vyniká „černé úterý“ 29. října, kdy změnilo majitele na 16 miliónů akcií a došlo k propadu DJIA o 11%.

Tento den je obecně považován za počátek celosvětové velké hospodářské krize, která byla v USA pojmenována „*Great Depresion*“.

Roku 1930 byl na NYSE zaveden tzv. „*black box ticker*“. V podstatě se jednalo o zařízení podobné telegrafu, pomocí kterého byly průběžně zaznamenávány aktuální kurzy akcií na nekonečný pruh papírové pásky.

Svého minima dosahuje DJIA v červenci roku 1932. Celkový propad oproti rekordu z roku 1929 je celých 89%.

Součástí „*New Deal*“ presidenta Franklina Roosevelta byl i nový *Securities Act of 1933*. Ten nově upravoval problematiku trhů s cennými papíry.

Na tento vládní krok navazoval *Securities Exchange Act of 1934*, kterým byla mimo jiné založena *Securities and Exchange Commission* (SEC). Ta měla za úkol dohlížet na trh s cennými papíry.²⁸

Roku 1938 se stává William McChesney Martin prvním prezidentem NYSE na plný úvazek.

Od následujícího roku je veřejnosti zpřístupněna galerie obchodního parketu. Roku 1942 je prodáno členství na burze za ve 20. století rekordně nízkou cenu 17 000 USD.

O rok později začaly na parketu burzy poprvé obchodovat i ženy.

²⁸ Viz. Kapitola 1.1.1. Historie regulace kapitálových trhů USA, založení SEC a základní piliře legislativy kapitálových trhů USA

Vzhledem k výsledku 2. světové války a technologickému rozvoji, který byl v USA dosažen, začíná roku 1949 rekordní období nepřetržitého růstu na NYSE. To trvá bez přerušení po osm let.

V roce 1952 dochází po dlouhé době ke změně burzovního dne. Jsou zrušeny obchody v sobotu a obchodní doba je prodloužena do 15h 30 minut.

Téhož roku NYSE provádí sociologický výzkum, jehož výsledkem je zjištění, že 6 500 000 Američanů vlastní akcie.

10. říjen 1953 se stal posledním dnem, kdy objem obchodů nepřesáhl 1 milión kusů akcií. O několik měsíců později změnila NYSE svůj dosavadní postoj a povolila svým členům přeměnu v akciové společnosti. Ti tak získali větší přístup k potřebnému kapitálu. První společností, která tak učinila, byla Woodcock, Hess & Co..

Roku 1954 se konečně DJIA dostává na úroveň svého rekordu před velkou krizí roku 1929.

Téhož roku zahajuje NYSE velkou vzdělávací a propagační akci pod názvem "*Own Your Share of American Business*", která měla za úkol přesvědčit americkou veřejnost o výhodách investic na burze. V návaznosti na tuto akci NYSE zavádí tzv. „*Monthly Investment Plan*“ (MIP), který umožnil soukromým osobám investovat již od 40 USD měsíčně.

Ihned po atentátu na J.F.Kennedyho roku 1963 bylo obchodování na burze zastaveno. Tento krok měl za úkol ochránit ceny akcií proti prudkému poklesu.

Roku 1964 překračuje průměrný denní objem obchodů 4 milióny akcií.

Roku 1966 zavádí NYSE nový *NYSE Composite index*. Ten se skládá ze všech firemních akcií na burze. Jeho počáteční hodnota byla stanovena na 50 bodů.

20. prosince 1966 byl na NYSE zaveden plně automatizovaný přenos dat z parketu.

V průběhu roku 1968 dochází k takovému nárůstu objemu obchodů na NYSE, že členské firmy nezvládají včasné vyřizování transakcí. Tento nežádoucí stav byl příčinou dalšího rozvoje automatizace na NYSE. Jedním z řešení bylo zřízení *Central Certificate Service* (CCS) za účelem elektronického převodu cenných papírů. Došlo tím k odpadnutí fyzického pohybu akcií a k ohromným úsporám času při administrativě. Tato služba byla roku 1973 nahrazena „*Depository Trust Company*“.

V roce 1970 byla Kongresem zřízena *Securities Investor Protection Corporation*. Ta měla za účel chránit investory v případě krachu jedné z brokerských společností.

Téhož roku bylo členům NYSE dovoleno upisovat veřejně své akcie.

První členem, jehož akcie se staly volně obchodovatelné, byla 9. dubna 1970 firma *Donaldson, Lufkin & Jenrette*.

Rok poté se NYSE transformuje v neziskovou akciovou společnost a společnost *Merrill Lynch* se stává prvním členem, jehož akcie jsou kótované na burze.

V roce 1972 DJIA poprvé překonává hranici 1000 bodů.

Ve stejném roce zakládá NYSE spolu s AMEX dceřinou společnost *Securities Industry Automation Corporation* (SIAC). Jejím účelem je poskytovat služby spojené s automatizací a zpracováním dat. Tato společnost je aktivní dodnes.

Vzhledem k postupným změnám ve vlastnickém složení NYSE - neustále sílícímu vlivu veřejně obchodovaných členských společností, došlo roku 1972 k zásadní reorganizaci řízení burzy. Do té doby existující 33členná *Board of Governors* byla nahrazena tehdy 21člennou *Board of Directors*, ve které deset míst zaujaly veřejně obchodovatelné společnosti. James J. Needham se stává prvním předsedou *Board of Directors* burzy.

Roku 1974 byl burzovní den prodloužen na dobu od 10 do 16 hodin.

O rok později SEC ruší systém fixní provize brokerovi, jeden z doté doby základních kamenů burzovního světa.

V roce 1976 byl zaveden, za účelem automatického provádění transakcí s menšími objemy akcií, *Designated Order Turnaround* (DOT) system.

Od roku 1977 se členy burzy mohou stát i zahraniční společnosti.

Roku 1978 je uveden do provozu *Intermarket Trading System* (ITS). Ten elektronicky propojuje NYSE s ostatními burzami na území USA a slouží k nalezení nejlepších kupních a prodejních cen pro klienta. Při jeho premiéře došlo ke spojení s burzou v Philadelphii pro 11 emisí akcií.

V roce 1979 založila NYSE *New York Futures Exchange* (NYFE).

Roku 1982 poprvé objem obchodů na NYSE překoná denní hranici 100 miliónů akcií (132 681 120 přesně).

Roku 1985 došlo k rozsáhlé revizi stanov NYSE.

Dalším zlepšením technologie obchodování na NYSE bylo roku 1984 zavedení systému SuperDot 250. Tento systém elektronického vypořádání obchodu umožnil podstatně rychlejší spojení mezi členskou firmou a makléřem na parketu.

O rok později došlo k další úpravě délky burzovního dne. Burza zahajovala v 9h 30min a uzavírala v 16 hodin. Tato délka burzovního dne přetrvala dodnes.

Roku 1987 došlo k největšímu dennímu poklesu v historii DJIA. 19. října se DJIA propadl o celých 508 bodů, což při výchozí hodnotě 2164 bodů znamená pokles o dodnes rekordních 23,48%. Toho dne došlo i k náhlému zvýšení objemu obchodů na 600 miliónů kusů akcií.

Následujícího roku po tomto dramatickém poklesu uvádí SEC v činnost sérii opatření, která mají zabránit podobným propadům spojeným s všeobecnou panikou. Nejdůležitějším z těchto opatření bylo zavedení tzv. „*circuit breakers*“.

Počet Američanů držících ve svém vlastnictví akcie dosáhl podle průzkumu NYSE roku 1990 51 miliónu.

Po modernizaci technologie téhož roku je NYSE schopna zobchodovat přes 800 miliónů kusů akcií denně.

Roku 1991 překračuje DJIA hranici 3000 bodů a obchodování na NYSE je rozšířeno o obchodní seance po 16 hodině (16h – 17h 15min).

V roce 1992 překračuje průměrný objem obchodů 200 miliónů kusů akcií denně.

Daimler-Benz AG je první německou společností, která emituje své akcie na NYSE. Tento koncern se po fúzi roku 1998 s Chrysler Motors Corporation stává první mezinárodní společností, která pod společným názvem DaimlerChrysler AG emituje na NYSE své kmenové akcie.

Roku 1993 začala NYSE realizovat svůj *Integrated Technology Plan* (ITP), jenž měl za úkol zcela přebudovat technické zázemí NYSE a docílit tak mnohem lepší kapacity a efektivity jednotlivých obchodních operací.

Roku 1995 je na NYSE v průměru obchodováno 346 miliónu kusů akcií. Celková tržní kapitalizace všech 154 miliard kusů akcií na NYSE poprvé překonává hranici 6 biliónů USD.

Roku 1996 v rámci modernizace zavádí NYSE nová přenosná zařízení pro brokery. Tento bezdrátový systém jim umožňuje provádět všechny operace z jakéhokoli místa na parketu.

V rámci dalšího zlepšení komunikace s investory zavádí NYSE přenos kurzů akcií a hodnot indexů v reálném čase prostřednictvím televizních kanálů CNBC a CNN-FN.

24. června 1997 přechází NYSE na záznam cen kurzů v 1/16nách. Tato změna je mezikrokem k přechodu na uvádění cen v desetinné podobě.

O několik měsíců později - 27. října, bylo nutné, vzhledem k propadu DJIA o 552 bodů, poprvé v historii NYSE využít pravidla „*circuit breaker*“ a dočasně pozastavit obchodování. Následujícího dne došlo k rekordnímu růstu DJIA o 337 bodů při rekordním objemu obchodů 1,2 miliardy kusů akcií.

Roku 1998 došlo ke změně fungování pravidla *circuit breaker*. Pro aktivaci fázi tohoto opatření je nutný pokles DJIA o 10,20 či 30%.

Téhož roku se NYSE dohodla na výstavbě nové budovy, která má vyrůst v blízkosti stávajícího sídla.

Roku 1999 v průběhu akciové euforie na NYSE překonává DJIA hranici magických 10 000 bodů. Na této hodnotě se nezastavuje a nadále velmi dynamicky roste až do otřesů v prvním čtvrtletí roku 2000.

2.2. Organizace NYSE

NYSE je od roku 1972 registrována jako nezisková organizace se sídlem ve státě New York.

Na konci roku 1999 měla NYSE 1422 členů, z nichž 1366 vlastnilo „křeslo“ na NYSE a mělo tedy plná členská práva²⁹.

Počet členských společností byl v roce 1999 414.

S členstvím na burze lze obchodovat. Pro prodej křesla je však dodnes třeba formální souhlas burzy, která musí schválit nabyvatele.

Velice běžnou záležitostí je pronájem křesel. V roce 1999 bylo pronajmuto 962 křesel.

Nejvyšším orgánem NYSE je Rada ředitelů. Ta měla ke dni 31. prosince 1999 26 členů.³⁰ Dvanáct z nich jsou zástupci z řad veřejnosti a dvanáct z nich jsou zástupci z oblasti průmyslu cenných papírů. Zbývající dva členové jsou předseda a prezident.

2.3. Mechanismus NYSE

Za více jak 200 let své existence se NYSE vyvinula z jednoduchého „*call market*“ provozovaného 24 obchodníky-brokery do burzy se systémem průběžné aukce s 1366 členy a obratem více jak 1 miliardy kusů akcií denně.

2.3.1. Účastníci na NYSE

2.3.1.1. Broker

Broker je agentem, který zastupuje klienta při prodeji a nákupu na burze.

²⁹ Počet křesel je konstantní již od roku 1953.

³⁰ <http://www.nyse.com/pdfs/historical99.pdf> str.21

Na NYSE se vyskytují dva druhy brokerů. Tzv. „*Commision brokers*“ jsou makléři zaměstnaní některou z brokerských firem, jež je členem NYSE. Jejich odměnou bývá plat a poplatky za objem obchodů, které provedou. Jejich prací je převzít příkaz z „*broker's booth*“ („stánek firmy na burze“) a zobchodovat jej na „*trading post*“, stanovišti kde se s danou akcií obchoduje.

Druhým typem jsou „*independent floor brokers*“, kteří pracují nezávisle. Ti pracují pro brokerské firmy, které nemají vlastní brokery na plný úvazek, nebo v případech, když firmy nemají z různých důvodů dostatek vlastních brokerů.

Tito nezávislí brokeři jsou dodnes často označováni jako „*two-dollar-brokers*“. Tento termín má svůj původ v minulosti, kdy jejich odměna činila paušální 2 USD za každých 100 zobchodovaných akcií.

2.3.1.2. Specialista

„*Specialists*“³¹ – kursoví makléři jsou důležitou částí aukčního procesu. Jejich role spočívá v řízení obchodů s cennými papíry, které jsou jim přiděleny. Obstarávají aktuální přísun informací o cenách a množství cenného papíru, který jim je přidělen. Tyto informace jsou elektronicky přenášeny jednotlivým účastníkům obchodování na parketu a kamkoli do světa. Jejich další důležitou úlohou je být agenty, kteří provádějí příkazy jim svěřené brokery. Ty musí provést tehdy když cena cenného papíru dosáhne hodnoty požadované zákazníkem. V případech, kdy vznikne dočasný převis příkazů k nákupu nebo prodeji, mohou specialisté obchodovat na svůj vlastní účet a stimulovat tak průběh obchodů. Tato činnost, při které se snaží nastolit opětovnou rovnováhu na trhu, však není vždy povinná a takto realizované obchody jsou jen malou částí celkového objemu obchodů (cca 10%). Specialista především funguje jako broker a dealer naráz, usilující o to, aby došlo k setkání příkazů k nákupu s příkazy k prodeji, které jsou zadány jednotlivci, institucemi nebo členskými firmami.

2.3.2. Mechanismus obchodu

Samotný princip aukčních obchodů na NYSE je založen na iniciativě investora. K obchodům dochází na základě příkazů, které investor dodá.³²

³¹ Jejich přehled je uveden v Příloze č.4 Specialisté na NYSE – přehled za rok 2001

³² Tzv. „*order-driven system*“

Na aukci NYSE se agent kupujícího snaží koupit určenou akcii za nejnižší možnou cenu, zatímco agent prodejce se snaží prodat akcii za nejvyšší možnou cenu. Všichni tito agenti, nazývaní brokery a specialisty, soustředí dohromady trh na parketu („*crowd*“), kde se může spárovat a provést obchod kupující s nejvyšší nabídkou a prodávající s nejnižší cenou. Výsledná cena je určena interakcí kupujícího s prodávajícím.

Vzhledem k tomuto systému je možné, že se na parketu nevyskytne nikdo, kdo by chtěl za danou cenu provést obchod. Toto je základní charakteristika kontinuální aukce – v jakémkoli momentu může nastat situace, kdy chybí na trhu nabídka nebo poptávka za cenu, v které proběhl poslední obchod.

2.3.2.1 Průběh obchodu

Investor zadá příkaz ke koupi či prodeji akcií, které jsou na NYSE kótovány.

Brokerská firma, člen NYSE, ověří stav investorova účtu. Poté informuje investora o aktuální ceně a zadá příkaz do „*Order matching system*“. Ten je převeden buď elektronicky nebo v některých případech telefonicky na NYSE.

Tam je příkaz přijat a zaznamenán tzv. „*Common Message Switch*“ a poté se pomocí tzv. „*SuperDot*“ třídí dle detailů objednávky a programovatelných parametrů příkazu. Po vyhodnocení *SuperDot* jsou možné dvě varianty dalšího postupu příkazu. Příkaz je buď předán do „*broker's booth*“ („stánek na burze“), nebo, v případě že příkaz nedosahuje jistého objemu, přímo na stanoviště, kde se s danou akcií obchoduje („*trading post*“).

Na *trading post* se příkaz objeví na specialistově „*Display book*“, elektronickém zařízení pro zobrazování a vypořádání se s příkazy.

Specialista uvede příkaz na trh a provede obchod, snažíce se, kdykoli je to možné, dosáhnout nejlepší ceny.

Pokud se jedná o obchod o větším objemu, dojde příkaz do „*broker's booth*“, kde jej elektronicky či telefonicky přijme pracovník brokerské firmy. Ten kontaktuje pomocí mobilního telefonu, pageru nebo speciálního přenosného terminálu *e-Broker* firemního brokera na parketu NYSE a upozorní jej na nově příchozí příkaz. Ten může být brokerovi doručen elektronicky, telefonem nebo fyzicky na papíře. Broker vezme příkaz na stanoviště, kde se s danou akcií obchoduje (*trading post*), a snaží se v konkurenci ostatních brokerů

dosáhnout nejlepší možné ceny pro zákazníka. V momentě, kdy je této ceny dosaženo, provádí broker obchod.

Po provedení samotného obchodu je zaslána, brokerským firmám prodávajícího a kupujícího, zpráva o transakci. Samotná transakce, pokud byl použit pouze systém *SuperDot*, trvá v průměru 22 vteřin. Její zaznamenání a uložení do systému je provedeno téměř okamžitě.

Zpráva o obchodu je také zaslána skrz *Market Data System* do „*Consolidated Tape Display*”³³ a do střediska clearingových operací.

Po třech dnech dochází elektronicky k převodu vlastnictví akcií a peněz.

Záznam o tom je uchován v registru.

Brokerská firma zašle klientovi potvrzení o proběhnutí obchodu a vypořádá se s ním v závislosti na počtu prodaných/koupených akcií.

2.3.3. Technologie NYSE

V minulosti se na veřejnosti objevily názory, že aukční model burzy, který je údajně příliš nákladný a pomalý ve srovnání s plně elektronickými burzami jako je NASDAQ, popřípadě ECN's³⁴, je pouhým přežitkem.

NYSE má 200letou tradici v neustálém vývoji burzovních technik a v nasazování nejmodernějších technologií do burzovní praxe. Zatím posledním inovačním projektem je zavedení služeb *Institutional Xpress*™ a *NYSE Direct+*™, jež byly spuštěny na konci 1. pololetí roku 2000.

2.3.3.1. Institutional Xpress™

Tento nově zavedený systém má především zajistit velkým investorům přímý přístup na parket NYSE. Tím došlo k minimalizaci možného obchodního rizika spojeného s únikem informací, které často doprovází velké burzovní transakce.

³³ Zde je zdroj informací pro tzv. Tickers

³⁴ Electronic Communication Networks - mimoburzovní elektr. obchodní systém pro párování navzájem si vyhovujících pokynů, který je napojen např. na NASDAQ, či jiné ECN(např. Instinet, Archipelago...)

Tento nově zavedený systém, který je plně zprovozněn od poloviny roku 2000, má tři části: *X Press Information*™, *XPress Order*™ a *X Press Routing*™.

X Press Routing™ umožňuje investorům zaštitěným členskou firmou anonymní vstup do systému *SuperDOT* bez nutnosti přímého využití infrastruktury členské firmy.

XPress Order™ poskytuje možnost okamžitého obchodování příkazů s minimálním objemem 15 000 kusů akcií³⁵.

X Press Information™ má za úkol poskytovat investorovi žádané informace.

2.3.3.2. NYSe Direct+™

Aby NYSE uspokojila poptávku investorů po produktu, který by umožnil snadný přístup k obchodování na NYSE prostřednictvím Internetu, začala s vývojem systému *NYSe Direct+*™. V podstatě se jedná o velmi sofistikovanou ECN, pomocí které mohou členské firmy (a jejich prostřednictvím drobný investor) zadávat příkazy do maximální výše 1099 kusů³⁶ akcií jako „Auto ex“³⁷ příkazy.

Auto ex příkaz je automaticky počítačově zobchodován za cenu, která se vyskytne v momentě vzniku tohoto příkazu.

NYSe Direct+™ je plně integrován do stávajícího aukčního modelu NYSE. Jakýkoli příkaz, který nemůže být proveden (přijde až po změně ceny) je automaticky změněn na limitní systémový příkaz, jenž je zobchodován tradičním způsobem.

2.3.3.3. 3D Parket

NYSE představila roku 1994 projekt virtuálního 3D parketu. Tento velmi ambiciózní projekt zásadním způsobem ovlivnil přístup k informacím investorů.

Jeho hlavním úkolem je zobrazovat ve virtuální podobě veškeré dění na parketu a informace a data spojená s ním. To poskytuje investorům odkudkoli možnost být virtuálně přítomný právě probíhajícím transakcím, a tím zlepšit kontrolu nad svými investicemi.

³⁵ Pro první 4 měsíce by měla platit hodnota 25000.

³⁶ Toto číslo prozatím není definitivní.

³⁷ Zkrácené Auto Execution

2.3.3.4. CMS

Central Message Switch (CMS) je jakousi elektronickou bránou do NYSE, skrze kterou jsou elektronicky připojeny členské firmy a která zaznamenává veškerou komunikaci s nimi. Příkaz je po příchodu na NYSE skrz CMS přeměrován do *SuperDOT*. Po ukončení celé transakce prochází zpráva o obchodu skrz CMS zpět k členské firmě.

2.3.3.5. SuperDot

Dnes je více jak 90% transakcí, které dohromady činí 50% objemu v USD, na NYSE zpracováváno systémem *SuperDOT*. Ten elektronicky přenáší příkazy a záznamy o obchodech přímo mezi členskými firmami a specialisty na parketu³⁸.

Tyto příkazy se nazývají systémovými příkazy (*system orders*) a jsou limitovány objemem 39 099 akcií pro transakce za tržní ceny a 99 999 akciemi pro transakce s limitovanou cenou.³⁹

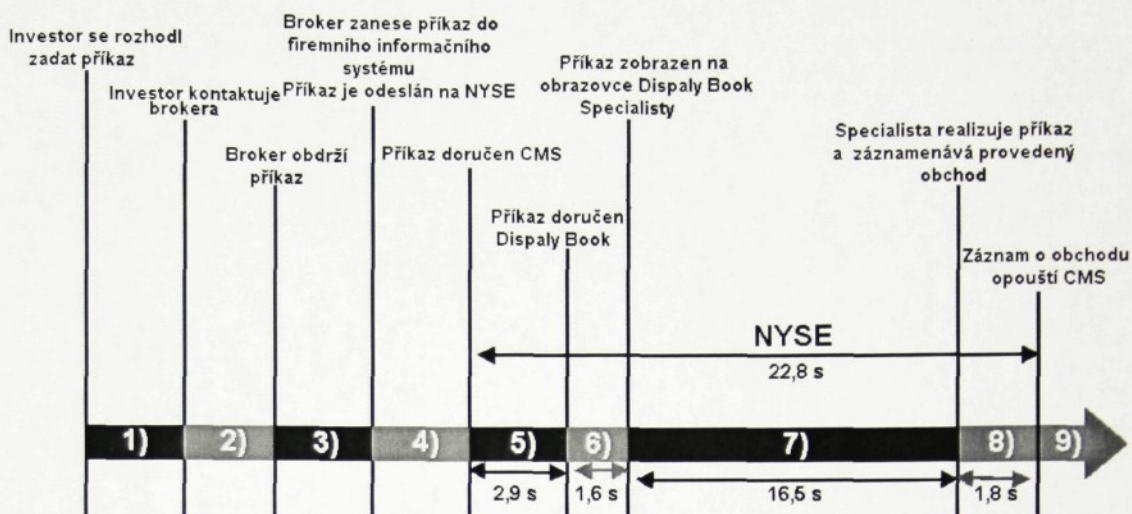
V průměru dojde k zobchodování daného příkazu do 22 sekund od zadání. Velmi často za lepší cenu, nežli je zobrazená celostátní cena. Provize specialistů na parketu je nulová v případě, že dojde k vyřízení zadaného příkazu v době kratší než 5 minut.⁴⁰

SuperDOT ovšem není systém plně elektronického párování příkazů, jaký funguje na NASDAQ. Pravidla aukčního systému NYSE vyžadují, aby se specialisté pokusili nalézt pro systémový příkaz lepší cenu na trhu.

³⁸ Přesněji řečeno - SuperDOT přenesení příkaz do Post Support System (PSS), interního podpůrného zařízení, které příkaz přeměruje skrze NYSE Floor Network do Display Book příslušného specialisty.

³⁹ The Equity Markets and the New World of Electronic Trading, str. 26, Solomon Smith Barney, 1999

⁴⁰ NYSE Guide, NYSE Rule 123B(b)(1).



obrázek 1- Tok systémového příkazu

Hlavními komponentami systému *SuperDOT* jsou⁴¹ :

Opening Automated Report Service (OARS), který umožňuje členským firmám zadávat obchodní příkazy ještě před zahájením obchodování na NYSE. Tento systém automaticky provádí spárování nákupních a prodejních příkazů a pomáhá specialistům určit zahajovací cenu pro akcie.

Limit order Processing zajišťuje uchování a provedení stále aktivních limitních příkazů, které prozatím nemohly být zobchodovány.

Market order processing má na starosti rychlé provedení příkazů k transakcím za tržní ceny. V roce 1998 byl průměrný čas potřebný na provedení příkazu a zpětné hlášení členským firmám 60 vteřin.

2.3.3.6. Market Data System (MDS) a Consolidated Tape System (CTS).

Tento databázový systém ověřuje nové obchody a schraňuje data o všech obchodech. Tato data jsou využívána mnoha způsoby. Jedním ze způsobů využití těchto dat je jejich transfer do *Consolidated Tape System (CTS)*, který je dále zpracovává a vytváří z nich tzv.

⁴¹ NYSE 1998 Factbook - Factbk98.pdf str. 24

Ticker – nekonečný pás aktuálních hodnot o kursech právě zobchodovaných akciích. Ten je distribuován do celého světa a jistým způsobem zastupuje na NYSE neexistující klasický kurzovní lístek.

2.3.3.7. Intermarket Trading System - ITS

ITS je elektronická komunikační síť, která dohromady spojuje devět trhů – NYSE, NASDAQ, AMEX a burzy v Bostonu, Chicagu, Cincinnati, Filadelfii, Pacifickou burzu a Chicago Board Options Exchange.

Na základě nařízení SEC je její provoz zajišťován „*Securities Information Automation Corporation*” (SIAC).

Tato síť umožňuje makléřům obchodovat se svými protějšky, kdykoli lze na jiném trhu dosáhnout pro klienta lepší ceny. Tu lze zjistit prostřednictvím tzv. „*Consolidated Quotation System*”, (CQS).

3.1. Historie NASDAQ

Ve snaze zlepšit regulaci kapitálových trhů, zadává roku 1961 Kongres americké *Securities and Exchange Commission* (SEC) operativní úkol vypracovat studii zaměřenou na existující kapitálové trhy. Tato studie, obsahující velmi tvrdou kritiku stávající situace, byla uveřejněna SEC v roce 1963.

SEC kritizovala zejména velkou roztržitost a neprůhlednost „*over-the-counter*“ (OTC) trhů pro obchodování s cennými papíry.

Nezůstalo však pouze u kritiky. SEC v této zprávě rovnou navrhla řešení.

Jako východisko k problémům, které studie kritizovala, se jevilo zavedení automatizace do obchodů s cennými papíry. SEC pověřila *The National Association of Securities Dealers* (NASD) vývojem a založením plně automatizovaného trhu s cennými papíry.

V roce 1968 bylo zahájeno budování automatického OTC trhu s cennými papíry. Ten byl později pojmenován jako *National Association of Securities Dealers Automated Quotation* neboli NASDAQ. Po dokončení a rozsáhlém testování systému během roku 1970 bylo 8. února 1971 slavnostně zahájeno obchodování na tomto trhu. NASDAQ zobrazoval hodnoty záznamu pro více jak 2500 OTC cenných papírů.

V roce 1975 NASDAQ zavádí nové standardy, jejichž splnění je vyžadováno od všech emisí na tomto trhu, čímž dochází k efektivnímu oddělení cenných papírů, které jsou kótovány na NASDAQ, od ostatních OTC cenných papírů.

V roce 1980 dochází ke změnám v obchodním systému NASDAQ. Je zavedeno zobrazování hodnot *best bid* a *best offer*.

V roce 1982 došlo k odtržení akcií firem s největší tržní kapitalizací. Tyto akcie byly základem pro utvoření nové části trhu, která byla pojmenována *Nasdaq National Market*[®]. Na tomto trhu jsou požadována přísnější pravidla pro kótaci jednotlivých emisí cenných papírů. *Nasdaq National Market* začal nabízet informace o svých obchodech v reálném čase, což velmi rozšířilo přístup jednotlivých investorů k důležitým informacím. V roce 1984 byl zaveden takzvaný *Small Order Execution System* (SOES). Ten byl vytvořen pro párování jednotlivých pokynů s nejlepší cenou. Hlavním důvodem zavedení tohoto systému bylo zlepšení dosažené ceny pro pokyny s malým objemem transakce a zvýšení kapacity obchodování na NASDAQ.

S postupným vývojem trhu došlo v roce 1986 k několika změnám. Nejdůležitější z nich bylo obdržení povolení od *Federal Reserve board* zavést maržové účty (*margin account*) klientům a s nimi spojené obchodování akcií na úvěr.

V roce 1990 *NASDAQ* formálně mění svůj název na *The Nasdaq Stock Market*. Ve stejném roce byla vytvořena *OTC Bulletin BoardSM* (OTCBB), která umožnila investorům přístup k akciím nekótovaným na NASDAQ.

V roce 1992 začíná fungovat *Nasdaq InternationalSM Service*, ta dovoluje obchodovat s akciemi z *Nasdaq National Market* v brzkých ranních hodinách, kdy jsou otevřeny finanční trhy v Londýně. V tomto roce bylo zavedeno zveřejňování obchodů v reálném čase pro *The Nasdaq SmallCap MarketSM*.

V roce 1994 došlo k historickému předstihu NYSE v počtu obchodních transakcí během roku.

V roce 1997 SEC schvaluje žádost NASDAQ o zavedení obchodování v šestnáctinách amerického dolaru pro akcie v hodnotě přes 10 dolarů za kus.

NASDAQ také zavádí nová pravidla pro obchodování a v kombinaci s přechodem na šestnáctiny dochází k zlepšení dosahovaných cen a k průměrnému zmenšení *spread* o 40%.

V roce 1998 došlo k fúzi mezi NASD a AMEX. Tak vznikla *Nasdaq-Amex Market Group*.

3.2. Mechanismus NASDAQ

NASDAQ je nejdynamičtější rostoucím kapitálovým trhem v USA.

Již při svém založení sdružením NASD⁴² byl NASDAQ projektován jako plně elektronický OTC trh, na kterém budou využity nejmodernějších technologie.

Na rozdíl od tradičních burz majících parket (NYSE...) NASDAQ nemá jediného specialistu, přes kterého probíhají transakce.

Struktura systému NASDAQ umožňuje všem zúčastněným obchodovat akcie pomocí velmi důmyslné počítačové sítě. Ta spojuje prodávající a kupující z celého světa. Účastníci se společně snaží zajistit transparentnost celého procesu, který je regulován mnoha kontrolními mechanismy.⁴³

Do roku 1997 byl model obchodního systému NASDAQ označován za *quotation-driven*. Tedy jednotliví market-makeři soutěžili o příkazy investorů vyhlášením svých kurzů v počítačovém systému. V roce 1997 však byla na NASDAQ zavedena nová obchodní pravidla a došlo k zapojení některých ECN⁴⁴ do systému NASDAQ. Vzhledem ke změnám, které nastaly, je dnes NASDAQ označován trh s hybridním systémem, kde se uplatňují oba principy - *quotation-driven* i *order-driven*.

3.2.1. Struktura NASDAQ

Samotný NASDAQ se dělí na dva trhy na *The Nasdaq National Market* a na *The Nasdaq SmallCap Market*.

National Market je určen nejfrekventovanější obchodovaným akciím a akciím firem s největší tržní kapitalizací. Dnes je na *National market* obchodováno více jak 4 400 akcií. Akcie kótované na tomto trhu musí splňovat náročná kritéria.

SmallCap Market je určen především dynamicky rostoucím se společností.

Společnosti s menší kapitalizací mohou na tomto trhu kótovat své akcie za méně striktních podmínek než je tomu u *National Market*. Akcie společností, které jsou dostatečně

⁴² National Association of Securities Dealers (NASD) je sdružením firem, které obchodují na mimoburzovním trhu (OTC). Hlavním úkolem NASD je vydávat pravidla pro obchod na OTC trzích. Členství v NASD je slučitelné s členstvím na burzách cenných papírů.

⁴³ MarketWatch, StockWatch, regule NASD a SEC

⁴⁴ „Electronic Communication Network“ Viz Kapitola 3.2.2.2. ECN

úspěšné a jsou schopny splnit požadavky *National Market*, jsou přesunuty na tento prestižnější trh.

3.2.2. Účastníci NASDAQ

Účastníci, kteří obchodují na NASDAQ prostřednictvím počítačové a telekomunikační sítě se dělí do dvou skupin.

První z nich, takzvaní „*Market Makers*“, jsou individuální dealeri (firmy), pomocí kterých investor zadává příkaz k nákupu, popřípadě prodeji a kteří mezi sebou na trhu otevřeně soupeří a vytváří tak ceny akcií pro jednotlivé obchodní příkazy investorů.

Druhým účastníkem NASDAQ jsou ECNs. Tyto elektronické komunikační sítě jsou privátní obchodní systémy, které byly začleněny do struktury NASDAQ v roce 1997.

3.2.2.1. Market Makers

Market-makeři jsou nezbytnou součástí systému NASDAQ. Market-makeři jsou nezávislými dealery. Každý z nich má rovnoprávný přístup do obchodního systému NASDAQ, který přenáší jejich kurzy ke všem ostatním účastníkům. Tím, že jsou připraveni koupit nebo prodat akcie firem, pro které jsou „*market-makery*“, zajišťují firmám, jejichž akcie jsou kótovány na NASDAQ, jedinečnou službu. Výsledkem jejich činnosti je uspokojení poptávky investorů a vytvoření obchodního prostředí v systému průběžného obchodování, kde jsou jednotlivé příkazy okamžitě vyřizovány.

Počet firem, které působí jako market-makeři a kapitálově tak podporují obchod s akciemi kótovanými na NASDAQ, není nijak omezen. V současné době činí něco přes 400.

Market-makeři jsou povinni zveřejňovat jejich poptávku a nabídku po akciích, kterým dělají market-makery, a uvádět současně kurzy pro nákup a prodej těchto akcií. Při operacích s příkazy na NASDAQ musí dodržovat *Order Handling Rules* - pravidla stanovená SEC.

Market-makeři se dělí do několika skupin podle druhu zákazníků, které obsluhují, a podle služeb, které nabízejí.

První skupinou jsou firmy, které obsluhují individuální investory. Tito *retail market makers* zajišťují plynulý přísun příkazů k nákupu a prodeji. Tento tok pomáhá udržovat likviditu pro akcie a stabilitu na trhu.

Další skupinou jsou *institutional market makers* zaměřeni na provádění příkazů pro velké investory (např. penzijní, podílové a jiné fondy), kteří obchodují s velkými bloky akcií.

Firmy působící jako specialisté na určitý region, které poskytují služby jak malým tak velkým investorům, se nazývají *regional market makers*. Jejich služeb je využíváno hlavně z důvodů vynikající znalosti firem z regionu na něž jsou zaměřeny.

Posledním druhem jsou *wholesale market makers*. Tyto firmy jsou zaměřeny na zprostředkování obchodů pro velké klienty.

Jejich další funkcí je zprostředkování obchodů brokerům s akciemi, pro které tito brokeri nejsou market-makers, ale které brokeri potřebují zobchodovat pro své klienty."

3.2.2.2. ECN

„*Electronic Communication Networks*“ (ECNs) - elektronické komunikační sítě jsou privátní obchodní systémy, které byly začleněny do struktury NASDAQ v roce 1997.

Jsou v nich shromažďovány pokyny pro nákup a prodej akcií kótovaných na NASDAQ zadané ECN brokerům a je v nich prováděno párování navzájem si vyhovujících pokynů. Nejdříve se párují navzájem si vyhovující příkazy v rámci jejich knih a v případě, že nelze daný příkaz zobchodovat, je pokyn postoupen ostatním ECN nebo NASDAQ.

Výhodou ECN je fakt, že zadávání a zpracování pokynů je anonymní.

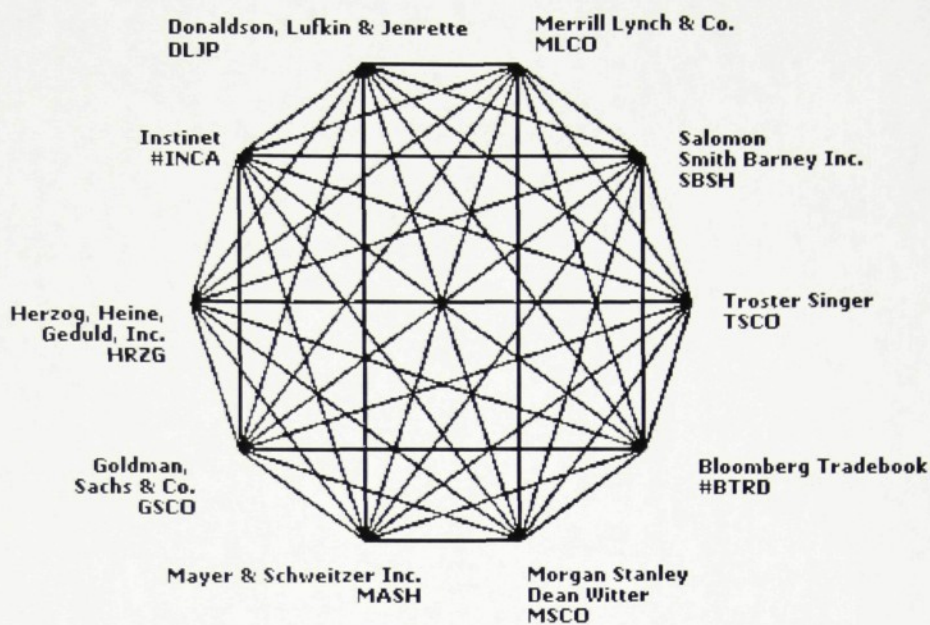
ECN musí mít povolení od SEC a musí být registrována NASDAQ, aby mohla být připojena do systému NASDAQ. Dnes tyto sítě zaznamenávají zhruba 1/3 objemu obchodů na NASDAQ⁴⁵.

V roce 2001 směřovaly ECN přibližně 32,5% obchodů uskutečněných na NASDAQ⁴⁶.

Nejaktivnější ECN je v současné době Instinet s 13,30% objemu obchodů NASDAQ co do počtu kusů akcií za rok 2001. Následují jej Island (8,80%), REDIBook (4,10%), Archipelago, B-Trade, Brut, Attain, Nextrad, Market XT a nejmenší GlobeNet.

⁴⁵ <http://www.NYSE.com/pdfs/marketstructure.pdf> str. 27

⁴⁶ http://www.nasdaq.com/about/market_mechanics.pdf str.7



obrázek 2 – struktura komunikační sítě NASDAQ

3.2.3. Průběh obchodu

Na NASDAQ si jednotliví market-makeři konkurují zveřejňováním svých kurzů pro nákup (*best bid*) a prodej (*best ask*) akcií. Když je obdržén příkaz, market- maker okamžitě nakoupí/prodá akcie klientovi na/ze svého účtu, nebo se snaží nalézt druhou stranu, která by provedla obchod, do doby, kdy je obchod proveden. Velmi často dochází k uzavření obchodu během několika vteřin.

Market-maker může uzavřít obchod s příkazy, které na NASDAQ byly zadány pomocí ECN nebo brokerů/dealerů.

Vzhledem k struktuře NASDAQ (zachycena na obrázku č.2) nedochází ani během extrémních výkyvů v objemech obchodování k zahlcení, popřípadě výpadkům systému, jak tomu může být u tradičních burz.

3.2.4. Technologie obchodního systému NASDAQ

V zásadě existují tři možnosti, jak se účastník může připojit do jakéhokoli obchodního systému NASDAQ.

První, a co se týče počtu instalací také nejrozšířenější, variantou je využití rozhraní „NASDAQ Workstation II®“ (NWII), které se skládá ze dvou součástí – ze softwarového vybavení, které umožňuje klientovi provádět obchodní operace 2. a 3. úrovně⁴⁷ na NASDAQ, a z fyzického připojení do obchodní sítě NASDAQ.

Další z možností, využívanou především většími společnostmi, je připojení k NASDAQ za využití „NASDAQ API“ (*Application Programming Interface*) – tedy komunikačního rozhraní umožňující vstup na NASDAQ přímo z proprietárních systémů klientů (nejčastěji market-makerů). Poslední variantou je využití rozhraní „CTCI“ (*computer-to-computer interface*).

Účastníci obchodů s cennými papíry na NASDAQ přistupují pomocí těchto nástrojů k jednotlivým obchodním systémům NASDAQ.

Mezi ně patří tzv. „Small Order Execution System“ (SOES), který je určen pro automatické zobchodování příkazů, jež nepřekračují limit 1000 kusů akcií.

Jeho důležitou funkcí je garance nejlepší možné ceny, která se vyskytuje na NASDAQ v momentě, kdy je příkaz zadán. Tuto funkci plní SOES vždy pokud je příkaz zobchodovatelný.

Když zadá investor příkaz, v objemu do 1000 akcií, SOES tento příkaz přesměruje k market-makerovi, který v daný moment nabízí nejlepší cenu.

Účast v SOES je povinná pro všechny market-makery akcií kótovaných na NASDAQ.

Tak jako je SOES předurčen k obchodování malých transakcí, je další z obchodních systémů NASDAQ – tzv. *SelectNetSM* určen obsluhovat transakce velkého rozsahu.

Tento systém umožňuje market-makerům jednoduše obchodovat velké bloky akcií. Market-maker může poslat příkaz k nákupu nebo prodeji daných akcií přímo dalšímu market-makerovi nebo může zveřejnit svůj příkaz na NASDAQ.

Systém *SelectNet* umožňuje market-makerovi, který obdrží nabídku, zobrazené příkazy akceptovat, odmítnout, nebo navrhnout jiné hodnoty. Poté, co se všechny strany

⁴⁷ „LEVEL 2 a LEVEL 3“

dohodnou na obchodu, *SelectNet* vyřídí potřebné detaily pro vyrovnaní transakce a zároveň vygeneruje zprávu o obchodu.

Dalším ze systémů určeným právě velkým investorům je tzv. „*OptiMark Trading System*™“.

Tento moderní systém byl uveden do provozu až v roce 1999.

Jeho hlavním úkolem je umožnit velkým institucionálním investorům parametrizovat obchodní příkazy (rozdílný objem transakce při rozdílných cenách...) dle svých obchodních strategií. *OptiMark* automaticky a anonymně páruje každé dvě minuty velké příkazy.

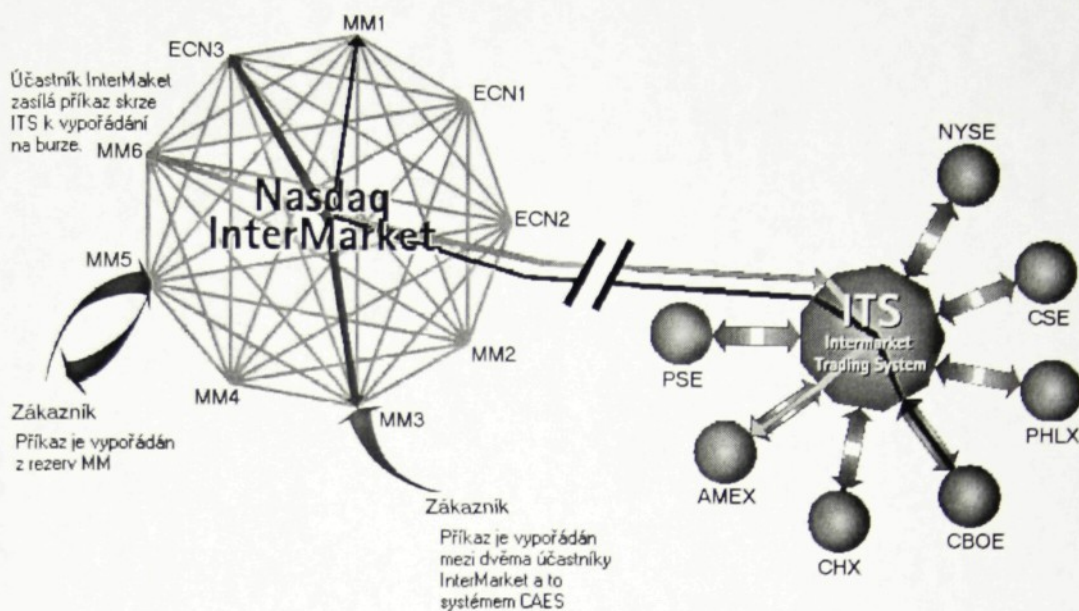
V souvislosti s obchodními systémy NASDAQ je zapotřebí neopomenout tzv. „*Automated Confirmation Transaction Service*“ (ACT) – systém, který obchodníkům na NASDAQ a market-makerům usnadňuje clearingové operace a povinná hlášení obchodů, ať již byly provedeny přímo na NASDAQ či pomocí CQS. Tento systém také svým účastníkům umožňuje provést registraci a zúčtování předem domluvených transakcí. Systém ACT v takovém případě transakci hlásí příslušné organizaci – ať se již jedná o NASDAQ, SIAC či DTTC, jako tzv. „*locked-in*“ obchod.

Neustále rostoucí úlohu v objemech transakcí zobchodovaných NASDAQ mají cenné papíry kótované na jiných trzích.

Jak již bylo uvedeno v kapitole 2.3.3.4. NASDAQ je jedním z členů ITS.

V současné době je využíván pro přístup do ITS systém NASDAQ *InterMarket*™. NASDAQ *InterMarket*™ elektronickým trhem, jehož se účastní brokeri-dealeři, kteří obchodují akcie kótované na NYSE a AMEX, popřípadě na ostatních burzách USA. Tito brokeri-dealeři jsou navzájem propojeni moderním systémem elektronického provádění obchodních operací – tzv. „*Computer Assisted Execution System*™“ (CAES™).

Tento systém umožňuje zadávat a provádět obchody se všemi cennými papíry kótovanými na burzách účastníků ITS.



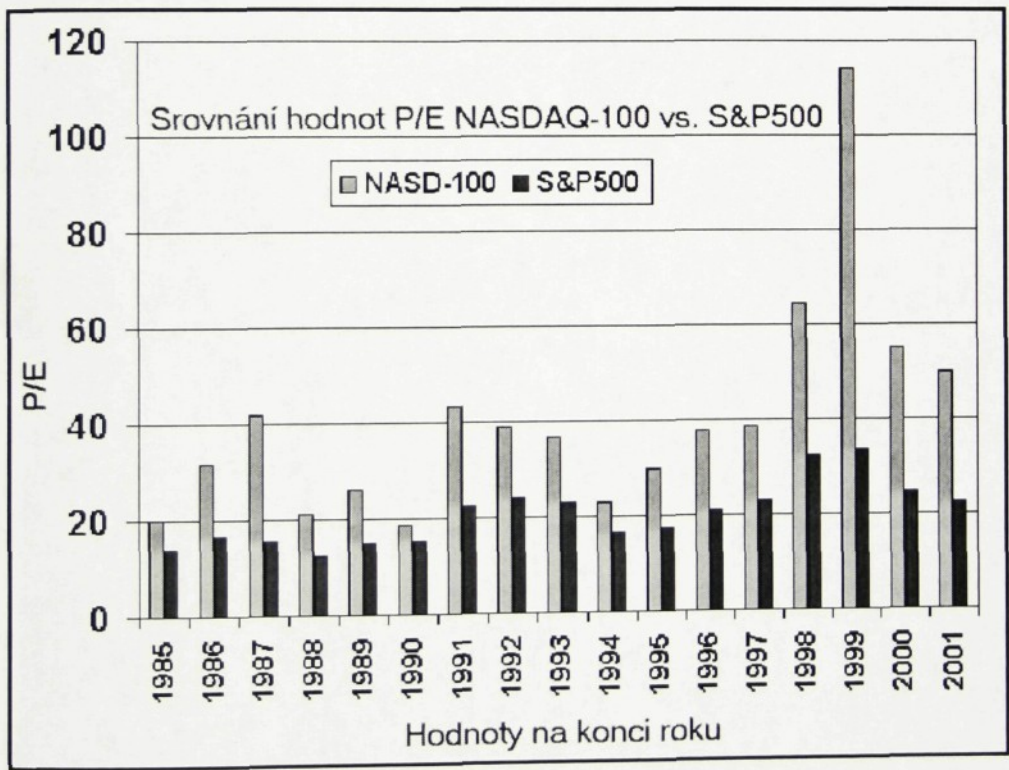
Obrázek 3 – Struktura NASDAQ InterMarket, ITS⁴⁸

⁴⁸ <http://www.intermarket.nasdaqtrader.com/brochure.pdf>

4. Technologická bublina

Americká ekonomika zažila v období 1990 až 2000 rekordních deset let expanze. Toto velmi úspěšné období s sebou přineslo rychlý kontinuální růst ziskovosti společností působících v tzv. „high-tech“ sektoru ekonomiky a s ním spojený růst akciových trhů. Především pak růst *NASDAQ Composite indexu*⁴⁹, jenž je velmi často považován za reprezentativní ukazatel situace „high-tech“ sektoru.

Vzhledem k bezprecedentnímu průběhu této expanze se postupně (okolo roku 1996) začaly ozývat názory, že koloběh ekonomických cyklů v americkém hospodářství je věcí minulosti a že americká ekonomika začala být zcela imunní vůči poklesům hospodářství. Tento velmi často publikovaný a odbornou veřejností přiživovaný mýtus se odrazil v ohodnocení amerických akcií, jejichž ukazatele P/E rostly do závratných výšek a v očekávání ničím nerušeného růstu bez dramatičtějších poklesů ekonomiky se zcela odpoutaly od ekonomické reality.



GRAF 1 – Srovnání úhrnných hodnot P/E pro akcie zachycené indexy S&P500 a NASDAQ-100

⁴⁹ Viz Příloha č. 7 – Dlouhodobý výkon trhu 1991-2002

4.1. Éra „NEW ECONOMY“ 1996-2000

Rapidní růst kapitálových trhů v USA 1995-2000 byl zapříčiněn mnoha spolupůsobícími faktory, jež dnes shrnujeme do termínu tzv. „internetové“ či „technologické bubliny“ popř. „horečky“.

Samotný vznik tohoto fenoménu je úzce svázán s pojmem tzv. „*new economy*“.

Tedy „*high-tech*“ oblasti ekonomiky reprezentovaná společnostmi působícími v oblasti internetu, polovodičů, software... .

Dle některých názorů je historickým milníkem při vzniku tzv. „*new economy*“ datum 9. srpna roku 1995.⁵⁰

Tehdy byly na trh uvedeny akcie firmy, jež svým internetovým prohlížečem doslova změnila svět – firmy Netscape.

Z počátečních 28 USD za kus se cena ještě tentýž den vyšplhala na více jak dvojnásobek. Z pohledu excesů, jež se děly v následujících takřka 5 letech, nic jedinečného, ale z pohledu „staré ekonomiky“ věc zcela ojedinělá.

O zlomový moment dějin „nové ekonomiky“ se nejednalo ani tak z důvodů velkého úspěchu IPO na trzích, ani z definitivního uznání nového média – internetu – investory. Mnohem důležitějším aspektem byl fakt, že ani ne 2 roky fungující společnost byla schopna vyzvat na souboj nejmocnější softwarovou společnost světa – firmu Microsoft. Ta byla donucena razantně urychlit vývoj své aplikace Internet Explorer a vzhledem k dominantnímu postavení Netscape dokonce začít tento produkt distribuovat zdarma se svým operačním systémem Windows.⁵¹

Paradox, kdy se firmy, o kterých do té doby nikdo neslyšel, pokusily ze dne na den dobýt a přerýsovat nebo dokonce vytvořit celá odvětví, se stal jedním z průvodních jevů „internetové horečky“.⁵²

Tradiční firmy musely takřka ze dne na den odolávat nově vznikajícím firmám a pod tlakem okolností zavádět nové technologie.

Na příkladu Netscape lze také velmi jednoduše ukázat klasické schéma této éry. Firma, jež byla založena za spoluúčasti rizikového kapitálu, byla později za nadšeného aplausu investičních poradců a analytiků velmi výhodně uvedena na kapitálový trh. Čímž

⁵⁰ Michael J. Mandel : The Coming Internet Depression : Why the High-Tech Boom Will Go Bust, Why the Crash Will Be Worse Than You Think, and How to Prosper Afterwards, Basic Books, NY, 2000, str. 14

⁵¹ Tento krok a žaloba Netscape posléze odstartoval antimonopolní vyšetřování fy Microsoft.

⁵² Z těch nejúspěšnějších lze jmenovat např. AMAZON, EBAY, YAHOO, GOOGLE

nejenže dopomohla svým investorům k závratným ziskům, ale zároveň získala nemalé finanční prostředky pro tvrdý konkurenční boj s firmou Microsoft.

Toto schéma se, v lepším případě,⁵³ opakovalo i u ostatních dynamicky vznikajících společností z „*high-tech*“ sektoru. Technologie byla motorem a finance venture-kapitálu byly pohonnými hmotami nově vznikajících projektů.

Spirála často naprosto nesmyslných investic, jak na straně investorů, tak na straně samotných firem, se začala nekontrolovatelně roztáčet. Velké části nově vzniklých společností došly „pohonné hmoty“ dříve, než tyto firmy mohly začít generovat alespoň nějaký zisk.

Z dnešního pohledu se mnoho tehdejších projektů jeví jen jako prostředek k získání nemalých finančních prostředků z kapes naivních investorů.

V současné době probíhá paralelně několik soudních procesů s investičními bankami, jež uváděly emise těchto později zkrachovalých společností na trh.

Dle posledního vývoje je velmi pravděpodobné, že náklady s těmito soudními spory spojené se vyšplhají do astronomické výše (odhaduje se až 20 mld. USD).⁵⁴

Na druhou stranu je třeba přiznat, že jistá tehdejší živelnost celého procesu získávání finančních prostředků pro nově vznikající společnosti a euforie investorů ohledně nových možností velkou měrou pomohla k realizování projektů, jež by za přísnějších podmínek financování nebylo možné nikdy zrealizovat.

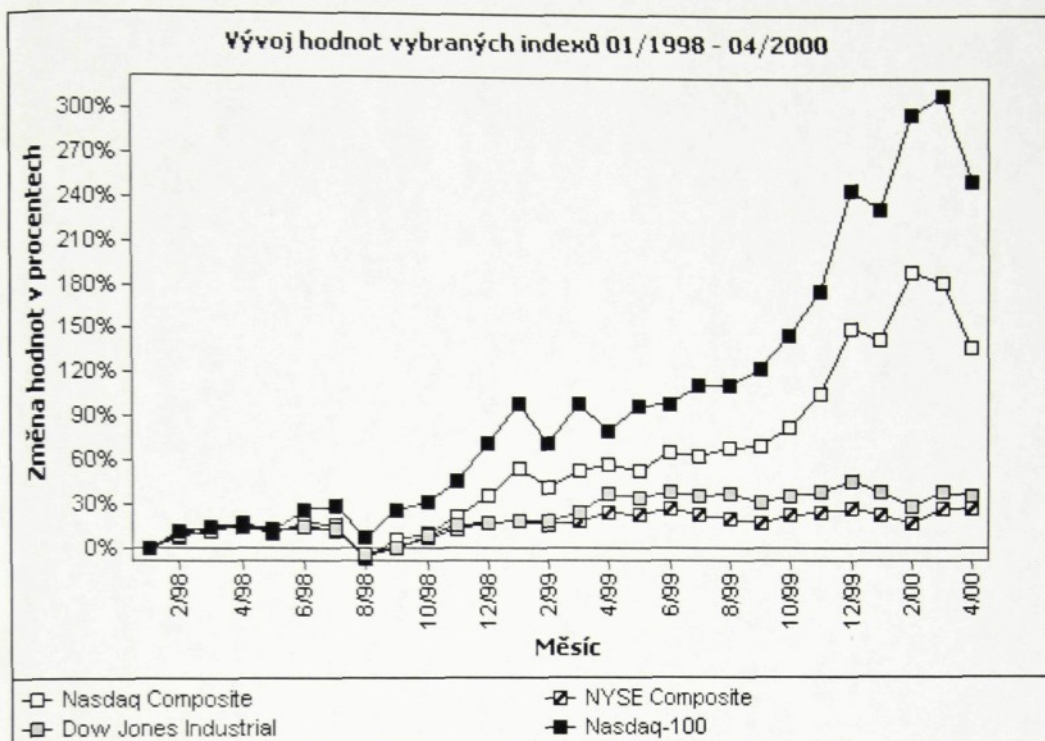
Je také nutno připustit, že tehdy přijímané odůvodnění razantního růstu cen technologických akcií mělo jistou logiku a v podstatě je svým omezeným způsobem platné i dnes : „*High-tech*“ telekomunikace, hardware, software a jiné progresivní technologie (např. biotechnologie) dramaticky zvyšují produktivitu práce a s ní spojený růst hospodářství⁵⁵. Tato zvýšená produktivita má zásadní význam v těžké konkurenci na dnešních globalizovaných trzích, kde je důraz kladen jak na kvalitu, tak i na cenu zboží. Společnosti mající konkurenční výhodu ve formě vyspělých technologií si jsou schopny udržet vysokou ziskovost – ať již nižší cenou než konkurence či vysokou přidanou hodnotou kvalitního zboží.

I když je tato úvaha dle mého názoru správná, nijak neospravedlňuje naprostou ignoranci základních zákonitostí sledování tržní hodnoty akcií ze strany všech subjektů kapitálových trhů, která se naplno projevila při nejdramatičtější fázi „technologické bubliny“ v letech 1998-1999 až počátku roku 2000.

⁵³ Tzn. měla-li firma nějaký smysluplný produkt

⁵⁴ <http://www.fortune.com/fortune/investing/articles/0,15114,427950,00.html>

⁵⁵ Ta dle agentury Bloomberg činila v USA pro rok 2002 rekordních 4,8%.



GRAF 2 – Srovnání relativního růstu vybraných burzovních indexů ve vrcholné fázi „technologické bubliny“.

Největší chybou široké veřejnosti a většiny profesionálních analytiků byla neochota si přiznat, že se na „high-tech“ firmy, a tudíž i jejich akcie, vztahují elementární zákony ekonomiky.

Vedle touhy po závratných ziscích to byl hlavně chybný předpoklad, že kapitálové investice do moderních technologií budou proti poklesu celého hospodářství do velké míry imunní, co zapříčinil velké ztráty investorů v akciích „high-tech“ společností.

Skutečnost se však diametrální mírou lišila od zbožných přání investorů. O jakékoli imunitě vůči propadu hospodářství USA ze strany „high-tech“ firem se nedalo ani hovořit.

Přestože se tato krize amerického hospodářství dá označit za jednu z těch mírnějších, dopad na tento sektor ekonomiky byl naprosto devastující.

Oproti předpokladům, podle nichž měly kapitálové výdaje na „high-tech“ produkty pokračovat i v případě poklesu ekonomiky (z důvodů udržení konkurenceschopnosti), došlo k faktickému zastavení investičních výdajů na nové technologie v mnoha sektorech hospodářství.

Vedle nejkriklavějších hromadných bankrotů tzv. „dot com“ společností dopadla krize nejtvrději právě na výrobce technologicky nejvyspělejších komunikačních produktů a polovodičů.

Předimenzování telekomunikační infrastruktury na severoamerickém kontinentě v očekávání raketového nástupu broadband komunikačních technologií a razantní pokles poptávky polovodičových čipů se promítly do množství a cen produkce v těchto kapitálově velmi náročných oborech „high-tech“ sektoru.



GRAF 3 – Vytížení výrobních kapacit průmyslu USA

Pokles poptávky, jenž zapříčinil růst zásob a dramatický propad vytížení výrobních kapacit, donutil technologické firmy tlumit výrobu a hromadně propouštět své zaměstnance.

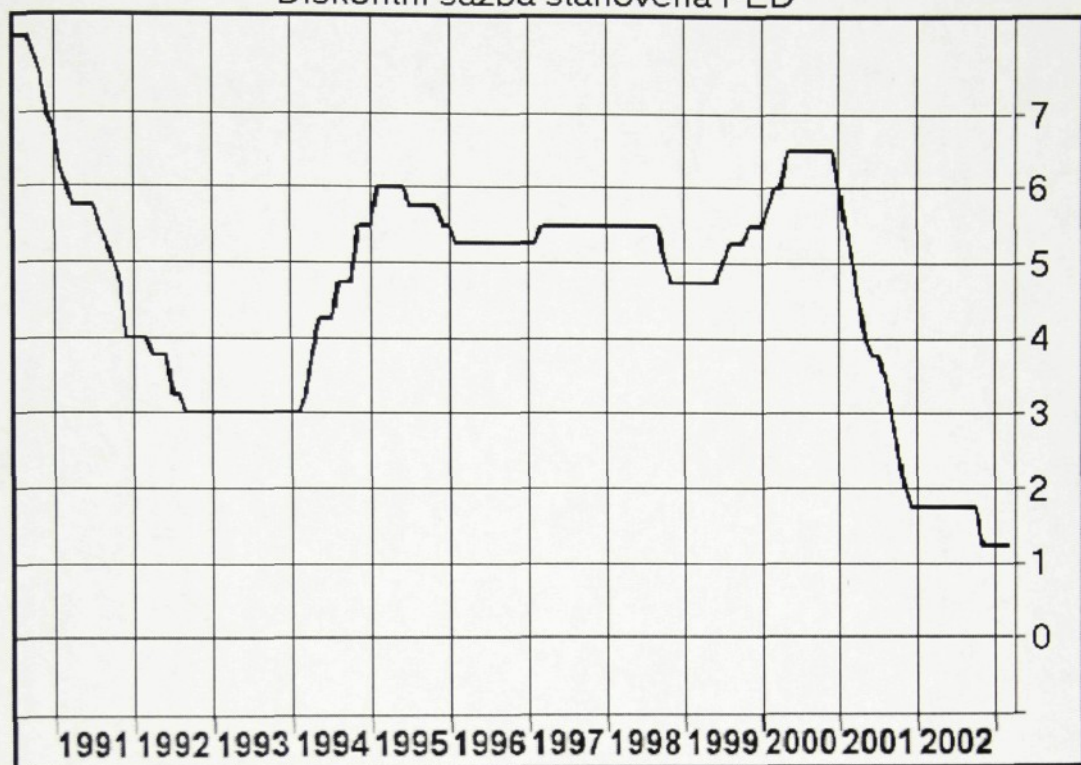
Propad poptávky ve svém důsledku zapříčinil ještě razantnější propad zisků. Mnoho „high-tech“ společností zaznamenalo i značné ztráty, což velkou měrou přispělo k zvláště dramatickému poklesu kurzů akcií „high-tech“ společností.

4.2. Reakce FED na vývoj americké ekonomiky

Prvním výrazným pokusem o zpomalení živelného růstu americké ekonomiky a zabránění tak jejího přehřátí ze strany FED bylo v červnu roku 1999 zahájení postupného zvyšování diskontní sazby.

Během této monetární restrikce FED došlo k zvýšení diskontní sazby z počátečních 4,75% na konečných 6,5%, kterých bylo dosaženo v květnu roku 2000.

Diskontní sazba stanovená FED



GRAF 4 – Vývoj diskontní sazby v USA 1991 - 2003

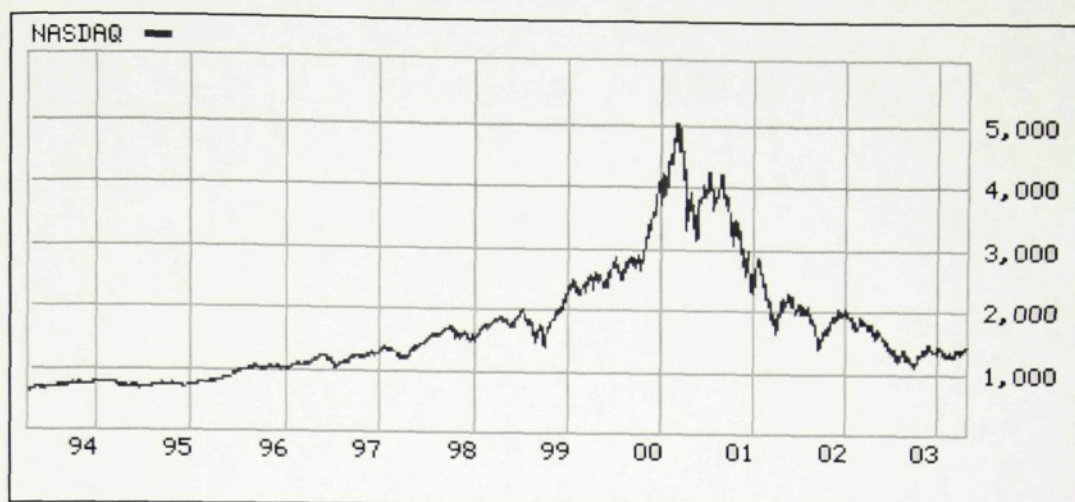
Rekordního tempa růstu dosáhla americká ekonomika ve 4. kvartálu roku 1999. Tehdy míra růstu HDP překročila hodnotu 8%.

Dnes se velmi často objevuje názor, že této rekordní hodnoty bylo dosaženo v souvislosti s přípravami na přechod do roku 2000, kdy mělo podle některých katastrofických předpovědí dojít ke kolapsu systémů úzce závislých na výpočetní technice (tzv. Y2K syndrom).

Ačkoli se tyto obavy vůbec nenaplnily, přesto byl rok 2000 pro americkou ekonomiku rokem pádu. U technologických společností pak dokonce můžeme mluvit o katastrofě jako takové.

Přes první signály o neutěšeném stavu ekonomiky dokázal ještě NASDAQ Composite index, uzavírající září 1999 na hodnotě 2870 bodů, za následujících 6 měsíců téměř zdvojnásobit svoji hodnotu až na rekordních 5133 bodů.⁵⁶

⁵⁶ Té bylo dosaženo v průběhu 10. března 2000.



GRAF 5 – Vývoj burzovního indexu NASDAQ Composite 1993-2003

Takové tempo růstu bylo naprosto neudržitelné a zákonitě muselo dříve či později dojít ke kolapsu.

Mnozí ekonomové dnes podotýkají, že reakce FED na hospodářskou recesi v USA byla opožděná. Vytýkají zvláště, dle jejich názoru, přehnaně restriktivní monetární politiku v období, kdy se již americká ekonomika nezadržitelně blížila poklesu.

Hlavní odpověď ze strany FED na zpomalení amerického hospodářství bylo razantní snižování diskontní sazby, a to z 6,5% před koncem roku 2000 až na současnou velmi nízkou hodnotu 1,25%, které bylo dosaženo již v posledním čtvrtletí 2002.

4.3. Skandály – ENRON a ti druzí

Problémy amerických kapitálových trhů se bohužel neomezily pouze na kolaps technologické bubliny a následnou recesi amerického hospodářství.

Dalším, ve svém dlouhodobém důsledku možná i závažnějším, problémem se ukázaly skandály, které podlomily už tak křehkou důvěru investorů v americký kapitálový trh.

Především některé mediálně velmi exponované kauzy odkryly hlavní slabinu amerického kapitálové trhu – mnohostranné konflikty zájmů jednotlivých účastníků, ať již se jedná o investory, manažery veřejně obchodovaných společností, investiční bankéře,

analytiky, investiční poradce, brokery-dealery nebo v poslední době velmi nepopulární auditory.

Dnes již není podstatné, zda by vůbec bylo lze kriminálním činům s těmito kauzami spojenými předejít.⁵⁷ Důležité je, aby byla co nejrychleji obnovena důvěra investorské veřejnosti v systém jako takový.

Nepodaří-li se americkým zákonodárcům, SEC a dalším organizacím rozetnout spletné konflikty zájmů, nebude možné dostatečně omezit pravděpodobnost nových skandálů takového rozsahu jako jsou kauzy Enron či Worldcom.

Především firma Enron, kdysi 6x po sobě časopisem Fortune zvolená „NEJ inovační firma“ v USA, se do historie zapsala hned v několika ohledech a je ukázkovým příkladem selhání systému kapitálového trhu na všech jeho úrovních.

Její management se za aktivní spoluúčasti auditora Arthur Andersen dopustil snad všech myslitelných hříchů - osobního obohacování na úkor vlastních akcionářů, falšování účetních výkazů, zakládání fiktivních společností za účelem zkreslení hospodářského výsledku či osobního obohacení, klamání investorů atd. - to vše za nečinného přihlížení regulačních orgánů⁵⁸ a nekritického aplausu investičních analytiků.

Hluboký pád této společnosti, která se jeden čas pyšnila 7. pozicí v S&P500, znamenal ztrátu více jak 60 miliard USD tržní kapitalizace pro investory a veškerých důchodových fondů jejích 21000 řadových zaměstnanců.

Vzhledem k faktu, že především tento skandál doslova otřásl nejen kapitálovým trhem, ale i americkou politickou scénou, lze předpokládat, že se nalezne dostatek politické vůle pro nutná hluboká systémová řešení.

⁵⁷Toto rozhodnutí ponechme nezávislým soudům.

⁵⁸ Jedna ukázka za všechny - firma Enron si lobbingem vymohla vyjmutí futures a opčních kontraktů spojených s dodávkami elektřiny z regulace SEC.

4.4. Americké kapitálové trhy roku 2003 z pohledu českého investora

Nejistoty pramenící z doposud nejasného kurzu americké ekonomiky⁵⁹ a především vypjatá mezinárodní situace, která ještě přiživuje strach z dalšího válečného konfliktu (korejský poloostrov), popřípadě z teroristických útoků, budou ovlivňovat chování amerických kapitálových trhů v průběhu roku 2003.

Z pohledu českého investora je tedy na místě značná obezřetnost při vstupu na tento trh. A to i z toho důvodu, že pohled českého investora na americký kapitálový trh je do značné míry zkreslen optikou vývoje kurzu amerického dolaru vůči Euro a potažmo i vůči CZK.

Pokles amerického USD oproti CZK za poslední 3 roky znamenal pro českého investora⁶⁰ další citelnou ztrátu nad rámec poklesů tamních kapitálových trhů.

Na druhou stranu může být, za posledních více jak 6 let, rekordně nízký kurz⁶¹ považován za vynikající příležitost pro vstup českého investora právě na americký kapitálový trh⁶².

Ten se již „vzpamatoval“ z nejhorších ztrát roku 2002 a použijeme-li paralelu s počátkem devadesátých let, lze na něm nalézt společnosti, u kterých je vysoce pravděpodobné, že by spolu s předpokládaným oživením americké ekonomiky mohly zaznamenat razantní růst ziskovosti.

Dokonce se začínají stále častěji objevovat hlasy analytiků, které doporučují právě dnes nakoupit akcie ve vybraných společnostech „*high-tech*“ sektoru (především internetových společností).

Jednou z nejčastěji doporučovaných společností je firma E-BAY, která i přes hospodářskou krizi (na rozdíl od své „klasické“ konkurence) dosahuje jednoho rekordního čtvrtletí za druhým⁶³ a jejíž akcie se od počátku roku zhodnotily o více jak 40%.

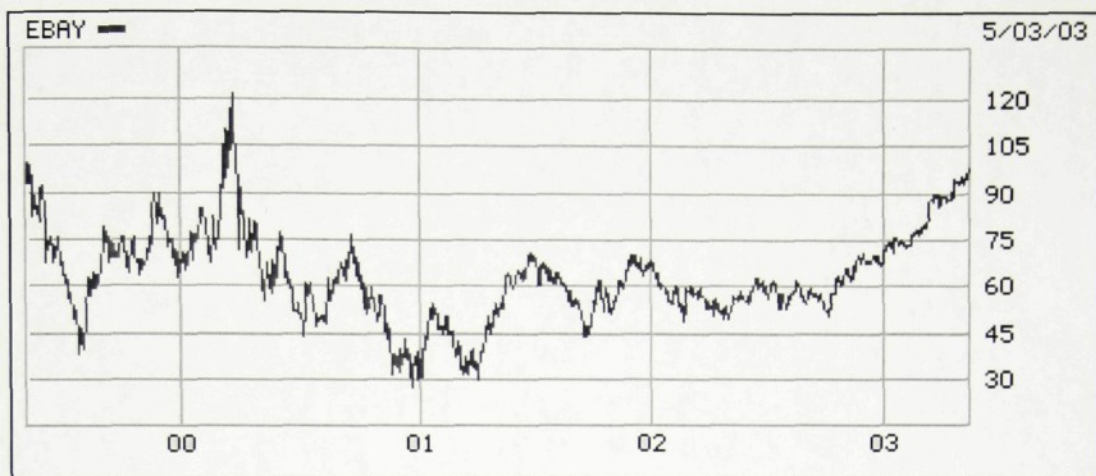
⁵⁹ I když jsou dnes signály mírného oživení.

⁶⁰ V případě, že nebyl zajištěn oproti kursovým rizikům.

⁶¹ 27,14 CZK/USD 12.5.2003

⁶² V současné době, dle mého názoru, nelze očekávat další takto silné posilování koruny vůči USD. I když lze v tomto roce předpokládat posílení až na hranici 26 CZK/USD.

⁶³ Za první čtvrtletí 2003 dosáhla výnosů 476,5 miliónů USD. To je nárůst o 94% oproti roku 2001.



GRAF 6 – Vývoj kurzu E-BAY 1999-2003

Je však na zralé úvaze každého investora, zda bude naslouchat názorům analytiků. Obzvláště v případech jako je E-BAY, kdy tržní kapitalizace této dynamicky se rozvíjející společnosti již překročila 30 miliard USD a předstihla tak i takový mamutí koncern jako je například General-Motors Corp.

Ony obecně předpovědi analytiků jsou svéráznou kapitolou „technologické bubliny“. Studie Bretta Truemana z „University of California's Haas School of Business“⁶⁴, která zkoumala za období „technologické bubliny 1996-2000“ doporučení analytiků k nákupu, držení a prodeji akcií, vyzněla naprosto jednoznačně – akcie nejvíce doporučovaných společností v průměru poklesly během krize roku 2000 o 31,2% pod průměr akciového trhu! U akcií označených tzv. „sell“ ratingem je disproporce v roce 2000 ještě markantnější – jejich výkon překonal průměr trhu o 49%!

Tato studie zahrnovala 168 261 doporučení od 213 analytiků za sledované pětileté období.

Jak z uvedených výsledků vyplývá - v roce 2000 se více než vyplatilo investovat proti doporučení analytiků⁶⁵.

Pro ilustraci tohoto fenoménu jsem vypracoval ukázkový příklad, ve kterém je provedena kalkulace portfolia doporučovaného článkem „10 Stocks To Last The Decade“ uveřejněném 14. srpna 2000 v magazínu Fortune.

⁶⁴ Calandra T. : Analysts got it way wrong in 2000, CBS MarketWatch, 15. června 2001

⁶⁵ V předchozích letech, kdy akcie ničím nerušeně stoupaly, tomu však bylo naopak.

Jako výchozí hodnoty jsem použil autorova⁶⁶ data z 19. července 2000 a srovnal je s hodnotami akcií k jejich minimům z roku 2002. Pro ilustraci jsem tabulku doplnil o stav aktuální k 25.4.2003.

Je faktem, že nelze objektivně ohodnotit kvalitu této předpovědi (je koncipována na horizont deseti let). Přesto si myslím, že i hypotetický propočet⁶⁷ výkonu tímto článkem zvoleného portfolia má jistou vypovídací hodnotu, a to minimálně s ohledem na zachycení hloubky propadu trhu technologických společností.

Z doporučených titulů - Broadcom (BRCM), Charles Schwab (SCH), Enron (ENE), Genentech (DNA), Morgan Stanley Dean Witter (MWD), Nokia (NOK), Nortel Networks (NT), Oracle (ORCL), Univision (UVN), Viacom (VIA) – zanikla pouze jediná společnost – již zmiňovaný Enron.

Jak je z následující tabulky patrné, propad jednotlivých titulů byl v průběhu korekce trhu ohromný.

Společnost	cena za kus v USD		
	19.7.2000	min. 2002	25.4.2003
BRCM	237	9,52	17,65
SCH	36	7,22	8,75
ENE	73	0 ⁶⁸	0
DNA	150	25,1	36,4
MWD	89	28,8	45
NOK	54	10,5	16
NT	77	0,43	2,52
ORCL	74	7,25	11,79
UVN	113	16,4	27,79
VIA	69	32	42,03

tabulka 1 – Vývoj portfolia Fortune

Pokud bychom uvažovali zjednodušený příklad teoretické investice 100 000,- USD do takto navrženého portfolia⁶⁹ právě k datu 19.7.2000, dosáhly by utržené ztráty propočtené

⁶⁶ David Rynecki

⁶⁷ Pro výkon portfolia za rok 2002 je zvolena „katastrofická varianta“ - kde jsou použity minima dosažená jednotlivými akciemi za rok 2002.

⁶⁸ 0 použita vzhledem k delistování ENE z burzovního parketu.

⁶⁹ Při rovnoměrném rozložení kapitálu mezi jednotlivými tituly.

k 25.4.2003 hodnoty 78 608,- USD. A to je ještě nutno podotknout, že hodnoty roku 2003 jsou velmi vzdáleny minimům roku 2002.

Na druhou stranu investor, který by zmíněné portfolio (s výjimkou Enron) optimálně nakoupil v průběhu roku 2002, by se dle mého názoru mohl držet původního doporučení Davida Ryneckiho a uvažovat o něm jako o velmi výhodné investici s výhledem v horizontu deseti let.⁷⁰

I když byla korekce trhu bolestná, nejedená se z pohledu dlouhodobého investora, který dodržoval zásady obezřetné diversifikace portfolia, o naprostou katastrofu⁷¹. Oproti tomu investor, který by dal na radu renomovaného média, jakým Fortune bezesporu je, by slušně řečeno splakal nad výdělkem. A to i v případě, kdyby se vyhnul, v dobách největšího růstu NASDAQ, tolik populárnímu nákupu akcií na dluh, což je sice vynikající způsob, jak pákovým efektem znásobit své zisky v případě růstu trhu, ale naprosto jistý způsob, jak se v případě dramatičtějších poklesů dopracovat k tzv. „margin call“ a tedy za předpokladu nedostatečné likvidity i likvidace svých pozic povětšinou v nejnevhodnější možný okamžik (když hodnota investorem držených titulů klesá).

⁷⁰ S velkou dávkou obezřetnosti u firmy Nortel Networks.

⁷¹ Viz. Příloha č.7 Dlouhodobý výkon trhu 1991 - 2002

5. Závěr

V závěru této práce bych si dovolil shrnout některé poznatky, ke kterým jsem dospěl.

Od prvních nesmělých pokusů o regulaci kapitálového trhu v 2. polovině 19. století došlo v systému kapitálových trhů USA k zásadním změnám.

Bez jakékoli pochybnosti největších změn se systém regulace tamních kapitálových trhů dočkal v souvislosti s krachem amerického kapitálového trhu roku 1929 a následnou velkou hospodářskou krizí.

Tehdy vytvořený systém, jenž byl reakcí na selhání kapitálových trhů během krize, je s obměnami ve své podstatě platný do dnešních dnů. Dodnes hraje ústřední úlohu v systému dohledu a regulace amerických kapitálových trhů *The Securities and Exchange Commission*, která ve snaze zajistit transparentní tržní prostředí aktivně spolupracuje se všemi účastníky trhů, především pak s již zmiňovanými sebe-regulujícími organizacemi, na které je přeneseno značné množství pravomocí v každodenní regulaci kapitálového trhu.

Takto koncipovaný systém kontroly vychází z předpokladu, že všechny hlavní subjekty účastníci se obchodování na tomto trhu jsou bytostně zainteresovány na bezproblémovém a transparentním fungování celého prostředí a na něm odvislé důvěře investorské veřejnosti v americký kapitálový trh.

Hlavními prioritami SEC je tvorba a dohled nad dodržováním pravidel kapitálových trhů spolu se zajištěním rovného přístupu k zákony vymezeným informacím všech účastníků kapitálových trhů a v neposlední řadě také vyšetřování případných porušení platných zákonných norem, ať již pouze svými vlastními prostředky či v součinnosti s jinými státními, popřípadě federálními úřady.

Dominantní roli na dnešním kapitálovém trhu USA hrají dvě burzovní organizace – The New York Stock Exchange a NASDAQ.

Oproti tradičně pojatému, byť moderními technologiemi podporovanému, obchodnímu systému NYSE, kde má dodnes při provádění transakcí hlavní úlohu člověk (specialista), staví její v současnosti největší konkurent NASDAQ svůj plně elektronický systém obchodování. Být jsou obchodní modely těchto burzovních trhů odlišné, oba mají za úkol stejný cíl – nabídnout investorovi, pokud je to jen trochu možné, nejlepší aktuální cenu na trhu, ať již při prodeji či nákupu cenného papíru.

Především z tohoto důvodu jsou oba trhy účastníky ITS, který propojuje devět největších burzovních společností, a umožňuje tak investorům provádět transakce za nejlepších možných podmínek.

Přes více jak 200letý institucionální, legislativní a operativní vývoj amerických kapitálových trhů je namísto při investování na těchto trzích velká dávka obezřetnosti.

I tak vyvinutý systém kapitálových trhů a jejich regulace v průběhu „technologické bubliny“ let 1996-2000 odhalil některé své slabiny.

Pomineme-li tehdejší naprostou euforii ohledně možností nově vznikajících technologických společností, která se vzhledem k absenci zdravé obezřetnosti mnohých investorů přemrštěnou měrou promítla do ohodnocení jejich akcií, je nutné poukázat především na největší slabinu amerických kapitálových trhů – na existenci mnohostranných konfliktů zájmů, které pramení z často až schizofrenního postavení některých jejich účastníků.

To ve svém důsledku vedlo k selhání tržních či kontrolních mechanismů.

Obzvláště viditelné pak jsou konflikty zájmů v případech společností, které uváděly jednotlivé emise technologických titulů na kapitálový trh, a byť byly přímo finančně zainteresované na výkonu akcií těchto společností, přesto se vůbec nerozpakovaly vést jejich, velmi často pochybný, rating. Naprosto nekritický aplaus jejich analytiků tak velkou měrou přizívoval stávající euforickou atmosféru, a tím i neadekvátní ohodnocení velké části technologických titulů.

Jako ještě kontroverznější se dnes jeví „nadstandardní“ vztahy mezi některými vybranými veřejně obchodovanými společnostmi a jejich auditory, kde v některých případech konflikt zájmů dokonce přerostl až v čistě kriminální činnost. Ta pak v případě firmy *Enron* ve svých důsledcích vedla až k likvidaci jednoho z auditorů, tzv. „velké pětky“ (*Arthur Andersen*), a k největšímu skandálu amerických kapitálových trhů od dob velké hospodářské krize, který spolu s dalšími kauzami otrásl důvěrou investorů v již tak oslabený americký kapitálový trh.

Nutná obezřetnost při investování na amerických kapitálových trzích je tedy na místě, není však specifikem pouze USA - týká se kapitálových trhů jako takových.

Cenné papíry obchodované na burzách mohou investorovi poskytnout v dlouhodobém horizontu možnosti nadprůměrných výnosů, ale je nutné mít neustále na zřeteli, že tento potenciálně nadprůměrný zisk je vykoupen mnohem vyšší rizikovostí, než by tomu bylo u

méně rizikových investic, jakými jsou například státní obligace, popřípadě dnes velmi populární hypoteční zástavní listy.

Český investor musí navíc při rozhodování o svých investicích v USA velmi pečlivě zvažovat i kursová rizika, která dokáží zásadní mírou ovlivnit úspěšnost jeho investice na kapitálovém trhu v USA.

Seznam použité literatury

- Beneš, V., Musílek, P. : Burzy a burzovní obchody, Informatorium, Praha, 1993
- Boura, J.: O obchodech cennými papíry , NSPÚ, Praha 1938
- Burk, J.: Values in the Marketplace: The American Stock Market under Federal Securities Law, Aldine De Gruyter, NY, 1992
- Gorby, P.: Burzovní indexy , HZ, Praha 1996
- kolektiv : NYSE 1998 Factbook, NYSE, NY, 1998
- Kožehuba, J.: Kapitálový trh a burzy ,Elita, Bratislava 1991
- Loss, Louis : Commentary on the Uniform Securities Act, Little, Brown, Boston, 1976
- Majcher, M. : Podnikatelské financie a burzovníctvo I./II. VŠE, Bratislava 1991
- Mandel, Michael, J.: The Coming Internet Depression : Why the High-Tech Boom Will Go Bust, Why the Crash Will Be Worse Than You Think, and How to Prosper Afterwards, Basic Books, NY, 2000
- Matoušek, J.: Spojené státy americké, Fr. Borový, Praha 1948
- Musílek, P.: Cenné papíry a burzy ,VŠE, Praha 1990
- Musílek, O.: Finanční trhy a investiční bankovníctví, ETC Publishing, Praha 1999
- Paulat, V.: Bursa, bursovní obchody a spekulace ,Praha 1928
- Pavlát, V.: Kapitálové trhy a burzy ve světě, Grada, Praha 1993
- Rival, P.: Hlási sa burza ,Nezávislost ,Bratislava 1991
- Rose, P.S.: Peněžní a kapitálové trhy, Victoria Publishing, Praha 1994

Internetové zdroje:

<http://cbs.marketwatch.com>

<http://money.cnn.com>

<http://www.ameritrade.com>

<http://www.bloomberg.com>

<http://www.charlesschwab.com>

<http://www.datek.com>

<http://www.dowjones.com>

<http://www.fortune.com>

<http://www.intermarket.nasdaqtrader.com/brochure.pdf>

<http://www.ml.com>
<http://www.nasd.com>
<http://www.nasdaq.com>
http://www.nasdaq.com/about/market_mechanics.pdf
<http://www.nasdaqtrader.com>
<http://www.nyse.com>
<http://www.nyse.com/pdfs/historical99.pdf>
<http://www.nyse.com/pdfs/marketstructure.pdf>
<http://www.nyse.com/pdfs/Nyse.pdf>
<http://www.nytimes.com>
<http://www.prophet.net>
<http://www.sec.gov>
<http://www.schwab.com>
<http://www.standardandpoors.com>
<http://www.theinquirer.net>
<http://www.thestreet.com>

Seznam příloh

1. Počty států udělujících výjimku z tzv. „blue-sky law“
2. Další významné zákonné normy regulující americký kapitálový trh
3. Četnost porušení zákona subjekty trhu vyšetřovaných SEC 2002
4. Specialisté na NYSE – přehled za rok 2001
5. Přehled největších Market-makerů NASDAQ 2001
6. Přehled objemů transakcí NASDAQ, NYSE, AMEX,...
7. Dlouhodobý výkon trhu 1991 – 2002
8. Hlasovací lístek valné hromady akcionářů firmy AMD

Přílohy

1. Počty států udělujících výjimku z tzv. „blue-sky law“⁷²

Burza	Počet států
New York Stock Exchange	38
American Stock Exchange	36
Midwest Stock Exchange	33
Boston Stock Exchange	20
Chicago Board of Trade	15
Cincinnati Stock Exchange	8
Philadelphia Stock Exchange	6
Detroit Stock Exchange	3
New Orleans Stock Exchange	3
Richmond Stock Exchange	2

⁷² Loss Louis, Commentary on the Uniform Securities Act, Little, Brown, Boston, 1976, str. 115

2. Další významné zákonné normy regulující americký kapitálový trh

The Glass-Steagall Act

Před velkou krizí 1929 byl sektor komerčních bank velmi úzce provázán s kapitálovými trhy - především s trhem dluhopisů.

459 amerických bank (z celkového počtu cca 27 000) emitovalo cenné papíry za pomoci svých oddělení dluhopisů a 132 bank za tímto účelem vytvořilo dceřinné společnosti⁷³ (tímto způsobem se obcházel omezení určité banky emitovat CP).

Po velké hospodářské krizi vyšly najevo mnohé podvody, kterých se komerční banky dopustily ve snaze minimalizovat dopad svých prodělečných obchodů souvisejících s jejich působností na kapitálových trzích.

Jako reakce na události předcházející kolapsu mnohých bank následkem krize 1929 byl vydán tento zákon, který rozdělil bankovní sektor na sektor komerčního a investičního bankovníctví.

Komerčním bankám však zůstala možnost podílet se na lukrativních vládních a municipálních emisích. Také nadále mohly provádět obchody s cennými papíry na účet svých klientů a emitovat akcie na zahraničních trzích.

The Public Utility Holding Company Act of 1935

Holdíngové společnosti působící v sektoru veřejných služeb – distribuující elektrickou energii, nebo plyn koncovým zákazníkům, podléhají regulaci tímto zákonem.

Tyto společnosti mají za povinnost informovat SEC o své organizační a kapitálové struktuře a to včetně svých dceřinných společností. Dále SEC dohlíží na strukturu jejich rozvodných sítí, obchodní transakce uvnitř a vně holdingu, případné nákupy jiných firem a v podstatě na všechny rizikovější formy finančních operací.

The Maloney Act of 1938

Tento zákon doplnil *The Securities Exchange Act of 1934* o sekci 15A, která umožňuje SEC provádět účinný dohled nad „over-the-counter“ (OTC) trhy a nad brokery-dealery zde působící. NASD je dodnes jedinou sebe-regulující organizací, která je regulována tímto

⁷³ Matthews John O., *Struggle and Survival on Wall Street: The Economics of Competition among Securities Firms*, Oxford US, 1994, str. 47

zákonem. Jí regulované subjekty se mohou v případě postihu ze strany NASD odvolat k SEC. Ta má právo suspendovat (až na 12 měsíců) registraci subjektu, nebo dokonce vyloučit individuální subjekt z obchodů na kapitálových trzích.

Jedním z důležitých aspektů regulace činnosti NASD je zákaz stanovení minimálních sazeb za transakce na OTC trhu.

The Trust Indenture Act of 1939

Obchodování dluhopisů a směnek na kapitálových trzích podléhá od roku 1939 zákonné registraci u SEC. Tyto cenné papíry nemohou být veřejně obchodovány, pokud není uzavřena formální úvěrová smlouva mezi emitentem dluhopisů a jejich majiteli. SEC má pravomoc dohlížet na emitenty volně obchodovatelných dluhopisů.

The Investment Company Act of 1940

Tímto zákonem byly pravomoci SEC rozšířeny i na registraci a dozor nad investičními společnostmi. Jeho hlavním úkolem bylo zamezit konfliktu zájmů, ke kterému v tak komplexních operacích, jako jsou obchody s cennými papíry, velmi často dochází.

Tato zákonná norma vyžaduje po investičních společnostech, včetně podílových fondů, zveřejňovat informace o své organizační struktuře, o svých podnikatelských záměrech a své finanční situaci.

The Securities Act Amendments of 1964

Tento zákon vznikl na základě studie⁷⁴ objednané americkým Kongresem. Ta byla reakcí na rychlý rozmach kapitálových trhů na konci padesátých a počátku šedesátých let. Jeho hlavními úkoly bylo rozšířit program informační povinnosti i na akcie obchodované na OTC trzích, zpřísnit požadavky na vstupující subjekty do podnikání na kapitálových trzích a zpřísnit kontrolu nad brokery a dealery.

The Securities Investor Protection Act of 1970

Snaha ochránit investory před krachy brokerů vyústila v roce 1970 v založení „*Securities Investor Protection Corporation*“ (SIPC), která pojišťuje účty investorů proti krachu brokera. SIPC je neziskovou organizací pod dohledem SEC.

⁷⁴ The Special Study of the Securities Markets, 1963

Pojištění dnes pokrývá maximálně 500 000 USD v hotovosti (max. 100 000 USD) a cenných papírech.

Členy SIPC jsou povinně všichni brokeri-dealeři, jež jsou registrováni pod *Securities Exchange Act of 1934*. Všichni členové platí do povinného fondu roční poplatek ve výši 3/16 1% svého hrubého příjmu z obchodů s cennými papíry.

The Securities Reform Act of 1975

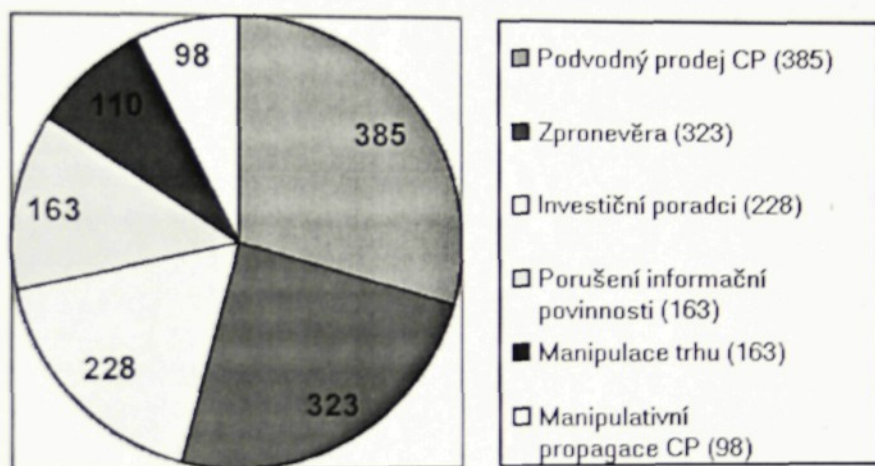
Tato zákonná norma doplnila *Securities Exchange Act of 1934*.

Jejím úkolem bylo vytvořit systém pravidel kapitálových trhů na národní úrovni, upevnit autoritu SEC nad burzami a pomoci podpořit konkurenční prostředí na kapitálovém trhu.

V rámci tvorby pravidel pro obchod s municipálními cennými papíry byl vytvořen regulátor těchto obchodů - „*Municipal Securities Rule-making Board*“ (MSRB). Ten se skládá z 15 členů – pěti dealerů bank, pěti zástupců společností obchodujících s CP a pěti zástupců veřejnosti bez vazeb na bankovní či burzovní sektor.

3. Četnost porušení zákona subjekty trhu vyšetřovaných SEC

2002



GRAF 7 – Četnost porušení zákona profesionály obchodů s cennými papíry za rok 2002 dle SEC

4. Specialisté na NYSE – přehled za rok 2001⁷⁵

Specialista	Obchoduje akcií	% z celkového počtu	% objemu transakcí
LeBranche & Co.	591	23,0%	28,5%
Spear Leeds & Kellogg	502	19,5%	20,2%
Fleet Meehan	422	16,4%	18,3%
Wagner Stott Bear	347	13,5%	16,0%
Van Der Moolen	308	12,0%	10,2%
Performance	134	5,2%	1,1%
Susquehanna	117	4,5%	2,8%
Lyden Dolan Nick & Co.	80	3,1%	1,5%
Walter N. Frank & Co.	74	2,9%	1,4%
CELKEM	2575	100%	100%

⁷⁵ http://www.nasdaq.com/about/market_mechanics.pdf

5. Přehled největších Market-makerů NASDAQ 2001⁷⁶

MARKET MAKER	OZNAČENÍ	Počet obchodovaných titulů	Objem transakcí (v 1000 kusech)
Knight Securities	NITE	4 122	27 760 571
Solomon Smith Barney Inc.	SBSH	1 149	22 056 105
Morgan Stanley & Co., Inc.	MSCO	1 302	21 958 196
Schwab Capital Markets LP.	SCHB	1 982	21 176 533
Merrill Lynch, Pierce, Fenner	MLCO	962	19 860 470
Goldman, Sachs & Co.	GSCO	529	18 744 320
Credit Suisse First Boston Cp	FBCO	712	17 951 191
Herzog, Heine, Geduld, LLC	HRZG	3 766	16 578 127
Spear, Leeds, & Kellogg	SLKC	4 337	15 228 529
Lehman Brothers Inc.	LEHM	665	12 983 104

⁷⁶ http://www.nasdaq.com/about/market_mechanics.pdf

6. Přehled objemů transakcí NASDAQ, NYSE, ... za rok 2001

TRH	Objem transakcí (v 1000 kusech)	% objemu transakcí
NASDAQ	471 216 589	56,4%
New York Stock Exchange	307 509 256	36,82%
Chicago Stock Exchange	30 374 550	3,64%
American Stock Exchange	16 316 745	1,95%
Boston Stock Exchange	6 287 000	0,75%
Philadelphia Stock Exchange	2 100 000	0,25%
Pacific Exchange	1 452 965	0,17%
CELKEM	835 257 105	100%

7. Dlouhodobý výkon trhu 1991 – 2002 ⁷⁷

ROK	DJIA	S&P 500	NASDAQ ^b	Money Market	CPI
1991	+ 24.5%	+30.6%	+ 56.9%	+ 5.2%	+ 3.1%
1992	+ 8.0%	+7.7%	+ 15.5%	+ 3.3%	+ 2.9%
1993	+ 18.1%	+10.0%	+ 14.8%	+ 2.7%	+ 2.7%
1994	+ 5.9%	+ 1.3%	- 3.2%	+ 3.8%	+ 2.7%
1995	+ 36.9%	+ 37.6%	+ 40.0%	+ 5.5%	+ 2.5%
1996	+ 29.1%	+ 23.0%	+ 22.7%	+ 5.0%	+ 3.3%
1997	+ 24.9%	+ 33.4%	+ 21.6%	+ 5.1%	+ 1.7%
1998	+ 18.1%	+ 28.7%	+ 39.6%	+ 5.0%	+ 1.5%
1999	+ 27.2%	+ 21.0%	+ 85.6%	+ 4.9%	+ 2.6%
2000	- 4.9%	- 9.1%	- 39.3%	+ 5.8%	+ 3.2%
2001	- 5.4%	- 11.9%	- 21.2%	+ 3.8%	+ 1.9%
2002	-15.1%	-22.1%	-31.5%	+1.1%	+2.3%
Celkem	+ 326,9	+ 248.3%	+ 257.3%	+ 64.3%	+ 35.3%
Průměr	+ 12.9%	+ 11.0%	+ 10.2%	+ 4.2%	+ 2.6%

⁷⁷ <http://www.prophet.net>

8. Hlasovací lístek valné hromady akcionářů firmy AMD

ADVANCED MICRO DEVICES, INC. ANNUAL MEETING TO BE HELD ON 04/26/01 AT 10:00 A.M. EDT
FOR HOLDERS AS OF 02/26/01
14-0588
13143

AS AN ALTERNATIVE TO COMPLETING THIS FORM, YOU MAY ENTER YOUR VOTE
INSTRUCTION VIA THE INTERNET AT WWW.PROXYVOTE.COM UP UNTIL
11:59 PM EASTERN TIME THE DAY BEFORE THE CUT-OFF OR MEETING DATE.

CUSIP:

CONTROL NO. 5633

DIRECTORS

DIRECTORS RECOMMEND: A VOTE FOR ELECTION OF THE FOLLOWING NOMINEES

- 1 - 01-W.J. SANDERS III, 02-HECTOR DE J. RUIZ, 03-FRIEDRICH BAUR,
04-CHARLES M. BLALACK, 05-R. GENE BROWN, 06-ROBERT B. PALMER, 07-JOE L. ROBY,
08-LEONARD SILVERMAN

PROPOSAL(S)

2 - RATIFICATION OF APPOINTMENT OF INDEPENDENT AUDITORS. ----->>>>

3 - APPROVAL OF AMENDMENTS TO THE 1996 STOCK INCENTIVE PLAN. ----->>>>

4 - REAPPROVE PERFORMANCE GOALS UNDER THE 1996 EXECUTIVE INCENTIVE ----->>>>
PLAN.

5 - APPROVAL OF AMENDMENTS TO THE 2000 EMPLOYEE STOCK PURCHASE PLAN. ----->>>>

NOTE SUCH OTHER BUSINESS AS MAY PROPERLY COME BEFORE THE
MEETING OR ANY ADJOURNMENT THEREOF

INTERNET VOTE AT WWW.PROXYVOTE.COM UP UNTIL 11:59 PM

EASTERN TIME THE DAY BEFORE THE CUT-OFF OR MEETING DATE

ADVANCED MICRO DEVICES, INC.
04/26/01 AT 10:00 A.M. EDT

DIRECTORS
(MARK "X" FOR ONLY ONE BOX)

FOR ALL NOMINEES

WITHHOLD ALL NOMINEES

WITHHOLD AUTHORITY TO VOTE FOR
ANY INDIVIDUAL NOMINEE. WRITE
NUMBER(S) OF NOMINEE(S) BELOW.

USE NUMBER ONLY

FOR AGAINST ABSTAIN

FOR AGAINST ABSTAIN

DO NOT USE

FOR AGAINST ABSTAIN

DO NOT USE

FOR AGAINST ABSTAIN

DO NOT USE

FOR AGAINST ABSTAIN

DO NOT USE

FOR AGAINST ABSTAIN

DO NOT USE

FOR AGAINST ABSTAIN

DO NOT USE

FOR AGAINST ABSTAIN

DO NOT USE

FOR AGAINST ABSTAIN

DO NOT USE

FOR AGAINST ABSTAIN

DO NOT USE

PLEASE INDICATE YOUR PROPOSAL SELECTION BY
FIRMLY PLACING AN "X" IN THE APPROPRIATE
NUMBERED BOX WITH BLUE OR BLACK INK ONLY.

SEE VOTING INSTRUCTION NO. 1 ON REVERSE

ACCOUNT NO:

CUSIP:

CONTROL NO: 5633

CLIENT NO: 054

PLACE "X" HERE IF YOU PLAN TO ATTEND
AND VOTE YOUR SHARES AT THE MEETING



DATEK ONLINE

70 HUDSON STREET
JERSEY CITY, NJ 07302

RADIM FIALA
BOZENY NEMCOVE 500
LIBEREC, OU 46001
CZECH REPUBLIC

P.O. Box 9072

WRONG WAY

Please ensure you fold then detach and retain this portion of the Voting Instruction Form

TO OUR CLIENTS:

VOTING INSTRUCTIONS

WE HAVE BEEN REQUESTED TO FORWARD TO YOU THE ENCLOSED PROXY MATERIAL, RELATIVE TO SECURITIES HELD BY US IN YOUR ACCOUNT BUT NOT REGISTERED IN YOUR NAME. SUCH SECURITIES CAN BE VOTED ONLY BY US AS THE HOLDER OF RECORD. WE SHALL BE PLEASED TO VOTE YOUR SECURITIES IN ACCORDANCE WITH YOUR WISHES. IF YOU WILL, EXECUTE THE FORM AND RETURN IT TO US PROMPTLY IN THE ENCLOSED BUSINESS REPLY ENVELOPE. IT IS UNDERSTOOD THAT, IF YOU SIGN WITHOUT OTHERWISE MARKING THE FORM, THE SECURITIES WILL BE VOTED AS RECOMMENDED BY THE BOARD OF DIRECTORS ON ALL MATTERS TO BE CONSIDERED AT THE MEETING.

FOR THIS MEETING, THE EXTENT OF OUR AUTHORITY TO VOTE YOUR SECURITIES IN THE ABSENCE OF YOUR INSTRUCTIONS CAN BE DETERMINED BY REFERRING TO THE APPLICABLE VOTING INSTRUCTION NUMBER INDICATED ON THE FACE OF YOUR FORM.

VOTING INSTRUCTION NUMBER 1

WE URGE YOU TO SEND IN YOUR INSTRUCTIONS SO THAT WE MAY VOTE YOUR SECURITIES IN ACCORDANCE WITH YOUR WISHES. HOWEVER, THE RULES OF THE NEW YORK STOCK EXCHANGE PROVIDE THAT IF INSTRUCTIONS ARE NOT RECEIVED FROM YOU PRIOR TO THE ISSUANCE OF THE FIRST VOTE, THE PROXY MAY BE GIVEN AT DISCRETION BY THE HOLDER OF RECORD OF THE SECURITIES ON THE TENTH DAY, IF THE PROXY MATERIAL WAS MAILED AT LEAST 15 DAYS PRIOR TO THE MEETING DATE. ON THE FIFTEENTH DAY IF PROXY MATERIAL WAS MAILED 25 DAYS OR MORE PRIOR TO THE MEETING DATE, IF YOU ARE UNABLE TO COMMUNICATE WITH US BY SUCH DATE, WE WILL, NEVERTHELESS, FOLLOW YOUR INSTRUCTIONS. EVEN IF OUR DISCRETIONARY VOTE HAS ALREADY BEEN GIVEN, PROVIDED YOUR INSTRUCTIONS ARE RECEIVED PRIOR TO THE MEETING DATE.

VOTING INSTRUCTION NUMBER 2

WE WISH TO CALL YOUR ATTENTION TO THE FACT THAT, UNDER THE RULES OF THE NEW YORK STOCK EXCHANGE, WE CANNOT VOTE YOUR SECURITIES ON ONE OR MORE OF THE MATTERS TO BE ACTED UPON AT THE MEETING WITHOUT YOUR SPECIFIC VOTING INSTRUCTIONS.

IF WE DO NOT HEAR FROM YOU PRIOR TO THE ISSUANCE OF THE FIRST VOTE, WE MAY VOTE YOUR SECURITIES IN OUR DISCRETION TO THE EXTENT PERMITTED BY THE RULES OF THE EXCHANGE ON THE TENTH DAY. IF THE PROXY MATERIAL WAS MAILED AT LEAST 15 DAYS PRIOR TO THE MEETING DATE, ON THE FIFTEENTH DAY IF THE PROXY MATERIAL WAS MAILED 25 DAYS OR MORE PRIOR TO THE MEETING DATE, IF YOU ARE UNABLE TO COMMUNICATE WITH US BY SUCH DATE, WE WILL, NEVERTHELESS FOLLOW YOUR VOTING INSTRUCTIONS. EVEN IF OUR DISCRETIONARY VOTE HAS ALREADY BEEN GIVEN, PROVIDED YOUR INSTRUCTIONS ARE RECEIVED PRIOR TO THE MEETING DATE.

VOTING INSTRUCTION NUMBER 3

IN ORDER FOR YOUR SECURITIES TO BE REPRESENTED AT THE MEETING, IT WILL BE NECESSARY FOR US TO HAVE YOUR SPECIFIC VOTING INSTRUCTIONS. PLEASE DATE, SIGN AND RETURN YOUR VOTING INSTRUCTIONS TO US PROMPTLY IN THE RETURN ENVELOPE PROVIDED.

VOTING INSTRUCTION NUMBER 4

REMEMBER - WE HAVE PREVIOUSLY SENT YOU PROXY SOLICITING MATERIAL PERTAINING TO THE MEETING OF SHAREHOLDERS OF THE COMPANY INDICATED.

ACCORDING TO OUR LATEST RECORDS, WE HAVE NOT AS YET RECEIVED YOUR VOTING INSTRUCTION ON THE MATTERS TO BE CONSIDERED AT THIS MEETING AND THE COMPANY HAS REQUESTED US TO COMMUNICATE WITH YOU IN AN ENDEAVOR TO HAVE YOUR SECURITIES VOTED.

THE VOTING INSTRUCTIONS REQUEST PERTAINS TO SECURITIES CARRIED BY US IN YOUR ACCOUNT BUT NOT REGISTERED IN YOUR NAME. SUCH SECURITIES CAN BE VOTED ONLY BY US AS THE HOLDER OF RECORD OF THE SECURITIES. PLEASE DATE, SIGN AND RETURN YOUR VOTING INSTRUCTIONS TO US PROMPTLY IN THE RETURN ENVELOPE PROVIDED.

SHOULD YOU WISH TO ATTEND THE MEETING AND VOTE IN PERSON, PLEASE CHECK THE BOX ON THE FRONT OF THE FORM FOR THIS PURPOSE. A LEGAL PROXY COVERING YOUR SECURITIES WILL BE ISSUED TO YOU.