

Ing. Pavel Hollmann, MBA
ředitel
Sekce regulace a dohledu nad kapitálovým trhem

V Praze 6. února 2007

Vážený pane starosto, vážená paní starostko,

města a obce se stále častěji zapojují do investování na kapitálových trzích s cílem maximalizovat výnosy ze svých volných finančních prostředků. Jde o přirozené investorské chování, které Česká národní banka podporuje a vítá. Rádi bychom Vás však touto cestou upozornili na rizika spojená s investováním na kapitálových trzích, která, dle našich zkušeností, nejsou investory plně doceneňována.

Investování na kapitálových trzích má svá specifika, jimiž se zásadně liší od klasické formy spoření, která je jako relativně bezpečný způsob uložení prostředků dosud silně zakotvena v povědomí veřejnosti.

Základní pravidlo investování říká, že čím vyššího výnosu chceme dosáhnout, tím vyšší riziko musíme podstoupit. Velmi rozšířeným marketingovým tahem investičních zprostředkovatelů je nabídka investování do nejrůznějších typů investičních produktů jako rovnocenné alternativy ukládání finančních prostředků na vkladové účty u bank, aniž by byla ze strany obchodníků vždy zdůrazněna jejich vyšší rizikovitost.

Za investice s poměrně vysokou mírou rizika lze považovat spekulativní investice do produktů s tzv. pákovým efektem, kde je riziko ztráty investované částky podstatně vyšší než např. u nástrojů kolektivního investování, případně naopak úvěrování takových investic klientů obchodníků s cennými papíry nebo bank. Tyto produkty mohou mít nejrůznější podobu. Nemusí se jednat jen o finanční deriváty, může jít také o obchody uzavírané s využitím úvěru (tzv. maržové obchody) nebo půjčky cenných papírů od obchodníka s cennými papíry (tzv. krátké prodeje).

Společným rysem investičních produktů s pákovým efektem je skutečnost, že investor vkládá jen určitý zlomek hodnoty podkladového aktiva, ale podstupuje riziko odpovídající celé hodnotě podkladového aktiva. V závislosti na konstrukci příslušného investičního produktu tak může investor v případě nepříznivého vývoje buď přijít o celou investovanou částku, nebo mu mohou vzniknout i dodatečné závazky, na jejichž pokrytí nepostačuje původně vložená částka.

Podle zkušenosti České národní banky z dohledu nad finančním trhem bývá územním samosprávným celkům často nabízeno zhodnocování jejich finančních prostředků formou reverzních repo obchodů, případně formou buy/sell obchodů. Jedná se o složené úvěrové transakce tvořené nákupem investičního nástroje sloužícího k zajištění úvěru, s vypořádáním ke dni poskytnutí úvěru se současným sjednáním jeho prodeje ke dni splatnosti úvěru. Tento způsob investování bývá zákazníkům prezentován jako konzervativní, případně i jako zcela bezrizikový. Ve skutečnosti však může v případě selhání dlužníka zůstat zákazníkovi investiční nástroj, jehož hodnota nebude postačovat ke krytí zákaznickovy peněžní pohledávky.

S reverzním repo obchodem i s buy/sell obchodem jsou spojena dvě základní rizika:

1. Riziko protistrany: Poměrně častý je případ, kdy reverzní repo obchod obstaraný pro jednoho zákazníka slouží k financování maržového obchodu pro jiného zákazníka. Zákazník, který uzavřel reverzní repo obchod, se tak stává věřitelem osoby, jejíž kredibilita je problematická. Pravděpodobnost ztráty věřitele z realizované transakce tím narůstá.
2. Riziko investičního nástroje: Vzhledem ke skutečnosti, že věřitel musí počítat i s možností, že jeho pohledávka nebude splacena a do jeho vlastnictví přejde investiční nástroj sloužící k jejímu zajištění, podstupuje i rizika tohoto investičního nástroje, a to zejména:
 - riziko emitenta (riziko, že se podnikání emitenta bude vyvíjet způsobem nepříspěvajícím k růstu nebo udržení vnitřní hodnoty investičního nástroje),
 - kursové riziko (riziko, že převaha nabídky nad poptávkou povede k poklesu kursu investičního nástroje),
 - riziko likvidity (riziko, že se investiční nástroj nepodaří prodat nebo že bude při prodeji nutné výrazně slevit z jeho aktuální hodnoty).

Pro pochopení těchto rizik je užitečné stručné vysvětlení podstaty na českém kapitálovém trhu velmi rozšířených maržových obchodů. Při tomto typu obchodu zákazník nakupuje např. jeden lot akcií obchodovaných v systému SPAD Burzy cenných papírů Praha. V závislosti na konkrétních obchodních podmínkách příslušného obchodníka s cennými papíry skládá zákazník jako zajištění úvěru částku odpovídající 10 % až 50 % kupní ceny předmětných akcií, tzv. počáteční marži. Při 10% zajištění úvěru zákazník při pohybu kursu akcie o 1 % získává nebo ztrácí desetinu vložené částky. Při poklesu kursu akcie o 10 % ztrácí zákazník celou vloženou částku, při pokračování poklesu mu vznikají dodatečné závazky převyšující původně vloženou částku.

Příklad: zákazník hodlá nakoupit například 10 000 akcií za cenu 100,00 Kč za jednu akcii. Celkový objem takového obchodu je 1 000 000 Kč. Aby mohl zákazník disponující jen částkou např. 200 000 Kč takové množství akcií nakoupit, musí si na zbytek kupní ceny půjčit. Zákazník tedy použije svých 200 000 Kč jako počáteční 20% marži a zbývajících 800 000 Kč mu půjčí obchodník s cennými papíry. Za poskytnutý úvěr ve výši 800 000 Kč pak zákazník ručí všemi nakoupenými cennými papíry v celkové hodnotě 1 000 000 Kč. Poměr vlastního majetku zákazníka k celkové hodnotě investice je 1 ku 5. Zákazník tedy podstupuje riziko pětinasobné finanční páky. Jeho výnos nebo ztráta vyjádřená v % z investované částky je pětinasobně vyšší oproti procentnímu růstu nebo poklesu kursu akcie. Takže například

v případě poklesu ceny akcií o 20 % zákazník přijde o svých 200 tisíc Kč a v případě poklesu ceny akcií o 30 % vznikne zákazníkovi závazek vůči obchodníkovi ve výši 100 tisíc Kč.

Příklady možného budoucího vývoje kursu akcie a jeho dopadu na vlastní majetek zákazníka jsou uvedeny v následující tabulce¹:

	Cena v Kč	Změna ceny		Zisk / Ztráta (-) zákazníka	
		v Kč	v %	v Kč	v %
Kupní cena akcií	1 000 000,00	X	X	X	X
Výše investice	200 000,00	X	X	X	X
Počet akcií	10 000,00	X	X	X	X
Kupní cena 1 akcie	100,00	X	X	X	X
Budoucí kurs akcie	120,00	20,00	20,0	200 000,00	100,0
	110,00	10,00	10,0	100 000,00	50,0
	105,00	5,00	5,0	50 000,00	25,0
	102,00	2,00	2,0	20 000,00	10,0
	101,00	1,00	1,0	10 000,00	5,0
	100,00	0,00	0,0	0,00	0,0
	99,00	-1,00	-1,0	-10 000,00	-5,0
	98,00	-2,00	-2,0	-20 000,00	-10,0
	95,00	-5,00	-5,0	-50 000,00	-25,0
	90,00	-10,00	-10,0	-100 000,00	-50,0
	80,00	-20,00	-20,0	-200 000,00	-100,0
70,00	-30,00	-30,0	-300 000,00	-150,0	

V rámci řízení svých vlastních rizik se obchodníci s cennými papíry snaží předcházet vzniku dodatečných pohledávek za zákazníky tím, že kromě počáteční marže stanoví další dvě kritické hranice zajištění úvěru. Při prolomení první z nich (tzv. margin-call) obchodník volá zákazníkovi a vyzývá ho k vložení dalších finančních prostředků tak, aby procento zajištění úvěru znovu dosáhlo úrovně stanovené pro počáteční marži. Při prolomení druhé kritické hranice (tzv. stop-loss) je obchodník oprávněn bez pokynu zákazníka prodat veškeré akcie zákazníka pořízené na úvěr, a to bez ohledu na případný příslib doplnění finančních prostředků, na kterém se předtím se zákazníkem dohodl. Při velmi rychlém poklesu kursu akcie může být doba mezi prolomením první a druhé kritické hranice tak krátká, že obchodník s cennými papíry prodá zákaznickovy akcie, aniž by ho předtím vyzval k doplnění zajištění úvěru.

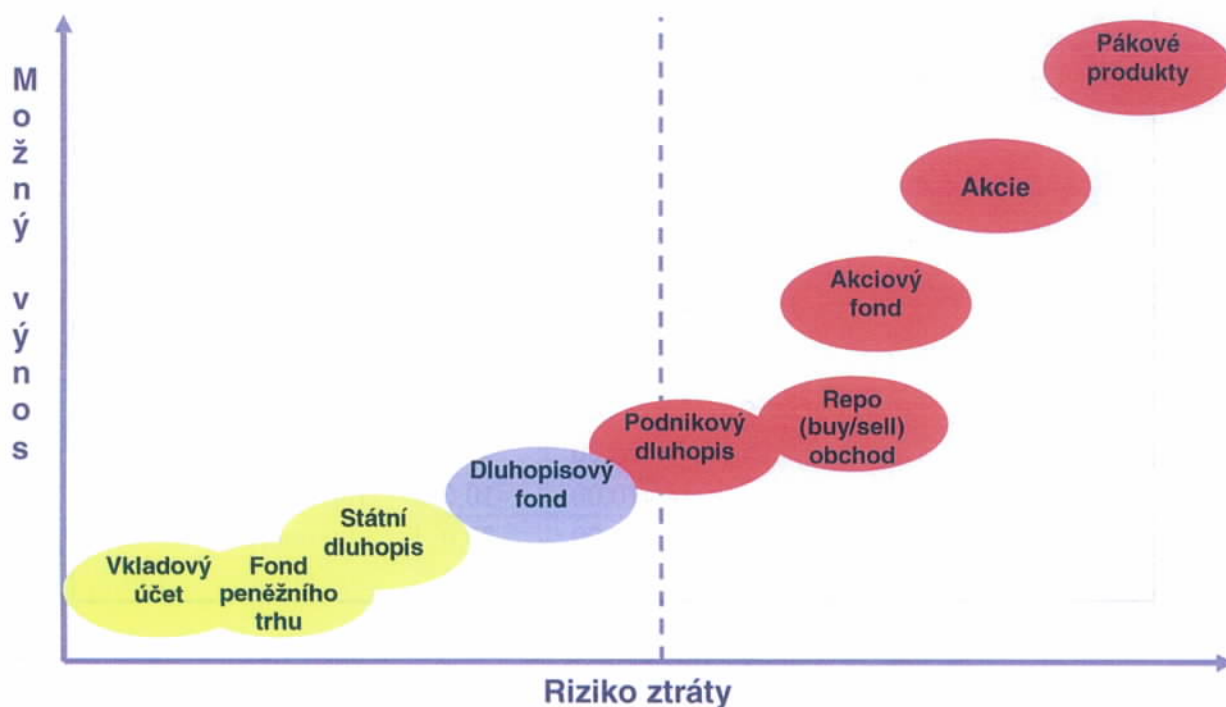
Úvěruje-li naopak klient takovéto obchody reverzním repo obchodem nebo buy/sell obchodem, jde z hlediska prostředníka (obchodníka s cennými papíry nebo banky) o velmi výhodnou situaci. Většinu rizik má totiž takový prostředník pokrytých, neboť riziko poklesu kursu nese úvěrující klient. Často si přitom plně neuvědomuje, že za vyšší výnos ze svých prostředků, než by získal u méně rizikových produktů, může relativně významnou část vložených prostředků ztratit. V případě významnějšího poklesu kursu akcií jsou totiž jeho

¹ V tabulce je abstrahováno od nákladů financování nákupu na úvěr, kterými jsou zejména úrok ve výši 5 % až 10 % p. a. z hodnoty poskytnutého úvěru a náklady na vypořádání zajišťovacího převodu akcií ve výši 2 000 Kč až 4 000 Kč.

zástavou pouze tyto akcie a nad jejich hodnotu získá již jen pohledávku za klientem, který uzavřel maržový obchod, jejíž bonita nemusí být vysoká a dobytost problematická.

Riziková mapa základních investičních produktů

Pro shrnutí jsem si dovolil připojit rizikovou mapu investičních produktů. Červeně vyznačené typy investičních nástrojů obsahují poměrně vysokou míru rizika a pro tzv. konzervativní způsob investování nejsou vhodné.



V souvislosti s investicemi do podílových listů fondů kolektivního investování bývá často používán pojem „investiční spoření“, což je v tomto případě zavádějící termín.

V prostředí českého finančního trhu existují tři zásadní rozdíly mezi investováním a spořením:

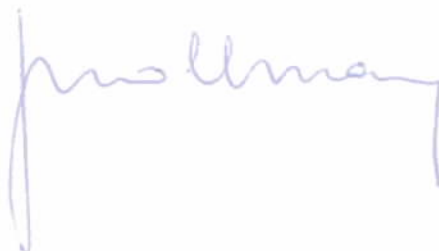
- Investice územních samosprávných celků na finančním trhu nepodléhají žádnému zákonnému pojištění. Investice do podílových fondů nejsou pojištěny vůbec. Majetek svěřený územními samosprávnými celky obchodníkovi s cennými papíry je vyňat i z poskytování náhrad z Garančního fondu obchodníků s cennými papíry. Naproti tomu vklady u bank podléhají náhradám z Fondu pojištění vkladů ve výši 90 % vkladu, maximálně však do výše 25 000 EUR pro jednu osobu u jedné banky.
- Zatímco při podnikání s finančními prostředky uloženými na bankovním účtu nese riziko ztráty výhradně banka, vložení finančních prostředků do podílových listů fondu kolektivního investování nebo jejich svěřením obchodníkovi s cennými papíry nese riziko ztráty vložených prostředků sám zákazník.
- Náklady spojené se správou fondů kolektivního investování nebo s obhospodařováním individuálních portfolií zákazníků jsou zpravidla vyšší než náklady účtované bankami za

vedení vkladových účtů. Účtované náklady zpravidla narůstají s růstem potenciálního výnosu z investice.

Ani řízení Vašich aktiv profesionály nemůže zcela vyloučit investiční riziko, vyplývající z charakteru konkrétních investičních nástrojů v portfoliu fondu. V případě fondů peněžního trhu a dluhopisových fondů vyplývá riziko především z pohybu úrokových měr, pro akciové fondy je nejpodstatnější riziko kolísání hodnoty cenných papírů. Pro všechny typy fondů je společné kreditní riziko emitentů investičních nástrojů zastoupených v jejich portfoliích.

Závěrem bych chtěl říci, že naším cílem rozhodně není odradit Vás od investování na kapitálovém trhu. Záměrem centrální banky je upozornit na rozdílnou míru rizika oproti běžným vkladovým produktům u bank a umožnit Vám činit kvalifikovaná rozhodnutí ve prospěch Vašeho regionu.

S pozdravem

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Pavel Hollmann', written in a cursive style.

Pavel Hollmann