

Tři dekády českého burzovního trhu: nevyužitý potenciál

*Petr Musílek**

Abstrakt:

Diskusní příspěvek se zaměřuje na identifikaci hlavních důvodů slabého postavení burzovního trhu v českém ekonomickém systému. V příspěvku je nejdříve rozebrána struktura burzovního trhu a jeho postavení. Dále je věnována pozornost dopadu kuponové privatizace na fungování českého burzovního trhu. V následující části příspěvku jsou diskutovány omezení rozvoje burzovního trhu v podmínkách univerzálního modelu bankovníctví. V navazující části je identifikován chybějící motor burzovního trhu, což je podle našeho názoru dostatečně kapitalizovaný penzijní pilíř zaměřený na investování do tuzemských akciových instrumentů. Pozornost je rovněž věnována negativnímu vlivu nepřiměřené regulace v různých fázích vývoje investičního prostředí. V závěrečné části příspěvku jsou pak rozebrány nejen dosud neúspěšné snahy o rozvoj burzovníctví, ale jsou diskutovány i náměty pro zvýšení významu burzovního trhu v české ekonomice.

Klíčová slova: Burzovní trh; Investiční instrumenty; Kuponová privatizace; Univerzální bankovníctví; Regulace a dohled burzovního trhu.

JEL klasifikace: G24, N24.

1 Úvod

Uplynulo již téměř třicet let od doby, kdy jsme publikovali první texty o burzovním trhu (např. Musílek, 1989; Beneš a Musílek, 1989; Musílek, 1990; Beneš a Musílek, 1990). Za toto poměrně dlouhé období se burzovní trhy přirozeně dramaticky změnily. V masovém měřítku se rozvinula elektronizace obchodování, na trzích zdomácněly dříve exotické investiční instrumenty a techniky a prakticky ve všech oblastech burzovního podnikání se projevíly silné konsolidační tendence. A především nastala renesance burzovních trhů v ekonomikách, které opustily neefektivní systém centrálního plánování a postupně se transformovaly na tržní ekonomiky, kde přirozeně nezastupitelnou roli má i burzovní trh. Tento diskusní článek nemá ambici mít empirický charakter. Naopak hlavním cílem tohoto bilančního příspěvku k 30. výročí „sametové revoluce“ je na základě vlastních praktických zkušeností a znalostí zhodnotit vývoj českého burzovního segmentu v uplynulých třech dekadách, přičemž se pozornost zejména koncentruje na rozbor klíčových aspektů, které dlouhodobě a významně negativně ovlivnily slabé postavení burzovního trhu v české ekonomice. Vzhledem k povinnosti dodržovat

* Petr Musílek; Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta financí a účetnictví, katedra bankovníctví a pojišťovnictví, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <musilek@vse.cz>.

Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE v Praze, který je realizován v rámci institucionální podpory VŠE IP100040.

mlčenlivost z bývalého či současného výkonu státních funkcí musí být bohužel některé informace (zejména názvy tržních účastníků) v textu přiměřeně anonymizovány.

2 Burzovní trh a jeho postavení

Aplikovaný model centrálně plánované ekonomiky v období 1948–1989 na území dnešní České republiky prakticky vůbec nedával žádný prostor pro fungování burzovního trhu. Výrazy burza, akcie nebo dividendy byly převážně spojovány s „vykořisťováním“ a tyto kategorie sloužily podle marxistických ekonomů k prisvojování si „bezpracných“ důchodů. Ještě v období komunistického režimu na podzim 1989 vypracovala bývalá Státní banka Československá (SBČS) ve spolupráci s Prognostickým ústavem ČSAV odvážnou studii „Finanční trh v čs. ekonomice“, kde byly zkoumány různé instrumenty a aspekty burzovních trhů v podmínkách smíšené ekonomiky (SBČS, 1989). Teprve však „sametová revoluce“ v listopadu 1989 plně otevřela cestu k renesanci tržního mechanismu. Okamžitě po pádu komunistického režimu byla zahájena v různých odborných skupinách diskuse o způsobu a formě znovuoživení burzovních obchodů. Již první diskuse mezi odborníky však demonstrovaly výrazně odlišné názory na budoucí institucionální uspořádání sekundárních trhů s cennými papíry. Největší neshody existovaly v počtu burz, postavení mimoburzovního trhu, technice obchodování a modelu obchodního systému. Nakonec překvapivě zvítězila koncepce sekundárního trhu, která byla založena jak na vytvoření dvou samostatných burz v Praze a v Bratislavě, tak rovněž i na výrazném postavení mimoburzovních organizátorů sekundárních obchodů. Navíc zvolený model sekundárního trhu cenných papírů vycházel především z archaického burzovního práva 18. a 19. století a byl založen na málo účinném modelu regulace obchodování s privátními cennými papíry (akciemi nebo podnikovými dluhopisy).

V roce 1991 otevřela SBČS prozatímní sekundární trh, na kterém netradičně nejen prováděla regulaci a vykonávala dohled, ale i na něm zajišťovala vlastní obchodování a vypořádání obchodů. Vzorem techniky obchodování s cennými papíry se staly aukční obchody ze světových komoditních trhů (zejména londýnského zlatého trhu). Obchody s cennými papíry (v realitě převládaly obchody se státními a bankovními dluhopisy) se nerealizovaly kontinuálním způsobem, ale byly založeny na periodických aukcích (jednou za čtrnáct dní) přímo mezi agenty jednotlivých bank. Jednalo se tedy o prezenční aukční obchodní systém. Vytvořené fixní kursy vždy platily až do příští aukce. Prozatímní sekundární trh fungoval poměrně dlouhou dobu, a to až do zahájení prezenčního obchodování na Burze cenných papírů Praha (BCPP), které se uskutečnilo 6. dubna 1993, přičemž opět převládalo obchodování s dluhopisy a objemy obchodů se řádově pohybovaly pouze v desítkách tisíc korun. Výrazným přelomem v postavení burzovních trhů bylo ukončení první vlny kuponové privatizace v roce 1993, kdy bylo v důsledku velmi

mírných kótačních požadavků uvedeno na BCPP během června a července 1993 více než 950 nových akciových emisí, což samozřejmě přispělo k výraznému oživení akciových obchodů. Navíc v březnu 1995 bylo na BCPP uvedeno dalších 674 akciových emisí z druhé vlny kuponové privatizace, čímž se BCPP stala z hlediska počtu kótovaných akcií jednou z největších burz světa. Bylo to však způsobeno velmi mírnými pravidly pro přípuštění akcií k burzovnímu obchodování. Vedení BCPP si tuto fatální chybu postupně začalo uvědomovat, zpřísnilo kótační pravidla pro akciové instrumenty a následně přistoupilo od roku 1997 i v několika etapách k vyřazování nelikvidních emisí z burzovního trhu, což potvrzuje tabulka 1.

Tab. 1 Počty akciových emisí (BCPP, 1996–2017, stav na konci roku)

Rok	1996	2000	2006	2010	2012	2014	2016	2017
Počet emisí	1670	151	32	27	28	23	25	23

Zdroj: Ročenky Burzy cenných papírů Praha, různé roky (BCCP, 2019a).

Bohužel od samého založení BCPP se vůbec nedařilo pravidelně a ve větším rozsahu uskutečňovat standardní nové veřejné počáteční nabídky. Vývoj je patrný z tabulky 2. Hlavním důvodem byl nezáměr podniků financovat touto metodou nové investiční projekty a jejich spoléhání zejména na úvěrové zdroje polostátních univerzálních bank, neochota univerzálních bank zprostředkovávat emisní obchody, slabá role institucionálních (a zejména penzijních) investorů, neefektivní ochrana práv vnějších investorů a vysoký stupeň výskytu informační asymetrie. Naopak od druhé poloviny 90. let minulého století postupně rostl počet emitentů rušících veřejnou obchodovatelnost svých akcií.

Tab. 2 Počty nových počátečních veřejných nabídek (BCPP, 2007–2017)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
IPO	2	1	0	1	1	0	0	1	1	1	0

Zdroj: Výroční zprávy Burzy cenných papírů Praha, různé roky (BCCP, 2019b).

Teprve nedávno (v roce 2018) otevřela BCPP nový trh Start, určený pro menší inovativní podniky s hodnotou kapitálu od velikosti 1 mil. EUR pro získání nového kapitálu, resp. umožnění zakladatelům částečně nebo zcela změnit akcionářskou strukturu.

Brokerské i dealerské obchody na českých sekundárních trzích byly v posledních třech dekádách zejména doménou bankovních obchodníků s cennými papíry, i když z hlediska počtu jasně převládaly nebankovní subjekty. V důsledku velmi slabé licenční politiky Ministerstva financí ČR (MFČR) v polovině 90. let celkový počet obchodníků s cennými papíry přesáhnul neuvěřitelných 400. MFČR prakticky nepoužívalo mezinárodně uznávané standardy licenční politiky (prověření dostatečného kapitálového vybavení, zjištění skutečného původu kapitálu, minimální požadované personální, věcné a organizační předpoklady). Po skončení

„třetí vlny“ kuponové privatizace a po zahájení procesu přelicencování obchodníků s cennými papíry, organizovaného Komisí pro cenné papíry (KCP), dramaticky klesl zájem o tuto formu investičního podnikání. Současně mnoho subjektů neprošlo úspěšně procesem přelicencování, poněvadž některé firmy nedisponovaly transparentní vlastnickou strukturou a nesplňovaly další standardní licenční požadavky. Vedení KCP začalo důsledně vyžadovat odkrytí skutečné vlastnické struktury z důvodu ochrany národní bezpečnosti a nespokojilo se s utajenými vlastníky v trustových schématech v Nizozemsku, Lucembursku, Švýcarsku nebo na Kypru. Existuje totiž mnoho indicií, že tento zahraniční kapitál pocházel z nelegální činnosti, uskutečňované zejména na východoevropských trzích. Ke konci roku 2000 na českém kapitálovém trhu působilo již pouze 113 obchodníků s cennými papíry, z čehož bylo 88 nebankovních subjektů a 25 bank. Po dalším zpřísnění regulace v oblasti poskytování investičních služeb (zejména v souvislosti se vstupem České republiky do Evropské unie v roce 2004) dále pokračoval výrazný pokles počtu obchodníků s cennými papíry, což se odrazilo i v klesající členské základně na BCPP.

Tab. 3 Počet burzovních členů (BCPP, 1993–2019, stav na konci roku)

Rok	1993	2000	2008	2019 ¹
Počet	62	52	21	16

Zdroj: Ročenky Burzy cenných papírů Praha, různé roky (BCCP, 2019a).

Akcionářská struktura BCPP byla v devadesátých letech zejména tvořena bankami a obchodníky s cennými papíry, avšak v roce 2008 se majoritním vlastníkem BCPP stala Vídeňská burza (Wiener Börse) s akciovým podílem téměř 93 %. Tento akcionářský podíl byl v roce 2010 převeden na holdingovou společnost CEE Stock Exchange Group AG (CEESEG AG).

Neorganizovaný mimoburzovní trh měl značné postavení v českém sekundárním systému až do poloviny 90. let, a to zejména z důvodu postupné konsolidace vlastnických práv, což bylo tržním projevem výsledků kuponové privatizace. Neorganizovaný mimoburzovní trh se proto uskutečňoval zejména ve formě přímých převodů na přepážkách Střediska cenných papírů (SCP). K výraznému poklesu těchto převodů došlo jak z důvodu ukončení „třetí vlny“ kuponové privatizace, tak i dopad měla politika BCPP, která v roce 1997 zakázala svým členům provádět transfery na přepážkách SCP. Mimoburzovní trh provozoval po mnoho let v České republice i RM-Systém, který se však od 1. 12. 2008 v důsledku novely zákona o podnikání na kapitálovém trhu přeměnil na burzu (RM-Systém, česká burza cenných papírů, a.s.). Po 1. 12. 2009 mají totiž přímý přístup na burzu RM-Systém pouze licencovaní obchodníci s cennými papíry a ostatní fyzické a

¹ Stav k 30. 6. 2019.

právnícké osoby, které splňují poměrně přísné požadavky. Význam RM-Systému se v posledních letech v českém burzovním výrazně snížil (např. v roce 1998 podíl RM-S na celkových sekundárních obchodech činil 20 %, avšak v roce 2018 již pouze 1,8 %).

Postavení burzovních trhů se dlouhodobě podstatně liší v jednotlivých finančních systémech. Významnou pozici mají burzovní trhy např. v USA nebo Španělsku. Naopak podstatně menší ekonomický význam mají střeoevropské či výchoevropské burzovní trhy (např. Rakousko, Polsko nebo samozřejmě i ČR). V burzovních statistikách se význam burzovního trhu analyzuje buď na základě poměru tržní kapitalizace akciového burzovního trhu a hrubého domácího produktu, nebo porovnáním objemu burzovních obchodů s akciemi s tržní kapitalizací kótovaných společností. Hodnoty těchto ukazatelů nejen pro český burzovní trh, ale i pro další trhy jsou uvedeny v následujících tabulkách.

Tab. 4 Tržní kapitalizace akciového burzovního trhu na HDP, v %, 2005, 2012, vybrané země OECD)

Země	2005	2012
USA	129,6	115,5
Španělsko	83,0	73,4
Rakousko	39,5	26,0
Polsko	30,8	35,8
Česká republika	28,2	18,0

Zdroj: The World Bank (2015).

Tab. 5 Míra obrátu (burzovní akciové obchody/tržní kapitalizace kótovaných společností, v %, 2005, 2012, vybrané země OECD)

Země	2005	2012
USA	129,2	124,6
Španělsko	163,9	106,3
Rakousko	39,5	26,0
Polsko	36,3	42,6
Česká republika	118,6	27,0

Zdroj: The World Bank (2015).

V dalším textu se podrobněji zaměříme na některé nejdůležitější faktory, které negativně a dlouhodobě ovlivnily slabé postavení burzovního trhu v českém finančním systému, přičemž se zejména jedná o negativní dopady kuponové privatizace,

nadměrnou univerzalizaci bankovníctví, nedostatečně reformovaný důchodový systém a nepřiměřenou regulaci a dohled burzovního trhu.

3 Negativní projevy kuponové privatizace

Privatizace totálně zestátněné centrálně-plánované ekonomiky nepochybně správně začala neprodleně po „sametové revoluci“, přičemž se realizovala čtyřmi základními metodami: malá privatizace (probíhala poměrně úspěšně v období 1991–1993), restituce (spravedlivý proces navrácení zcizeného majetku oprávněným bývalým majitelům, jejich potomkům a dědicům byl realizován zejména v období 1990–1991), odstátnění zemědělského sektoru (realizováno rovněž na počátku devadesátých let) a velká privatizace (začala již v roce 1991 a týkala se více než 4 400 společností). Podrobný rozbor technik jednotlivých privatizačních metod a jejich zhodnocení je provedeno např. v textu Veselý a Musílek (1999). Vývoj českého burzovního trhu byl především ovlivněn velkou privatizací. Jednalo se o velmi složitou operaci, kdy tisíce státních podniků v letech 1991–1992 sestavily privatizační projekty (následně schvalované příslušnými státními orgány), přičemž téměř 85 % státních podniků se transformovalo na akciové společnosti. K dalšímu odstátnění majetku transformovaného do formy akciových společností byla používána kuponová metoda, držba ve Fondu národního majetku, bezúplatný převod na města a obce, přímý prodej a veřejné soutěže. Již v tomto období se však postupně začaly objevovat problémy s neadekvátním právním prostředím. Navíc privatizační projekty měly převážně administrativní podobu a zdaleka se svým pojetím ani trochu neblížily projektům, které se zpracovávají při přeměně neveřejné akciové společnosti na veřejnou akciovou společnost s navazujícím uvedením na burzovní trh (angl. going public). Stěžejní metodou pro budoucnost kapitálového trhu se však stala unikátní privatizační metoda ve formě kuponové privatizace. Filosofie této metody (do té doby nevyzkoušenou ve větším rozsahu na světových kapitálových trzích) byla založena na „rozdání“ části velkých podniků prakticky zdarma oprávněným plnoletým občanům. Občané museli uhradit pouze symbolických 1035 Kč a získali kuponovou knížku s kuponovou známkou v hodnotě 1000 investičních bodů, které pak mohli investovat do nabízených podniků přímo nebo prostřednictvím investičních privatizačních fondů (IPF), s kterými se v původní koncepci kuponové privatizace vůbec nepočítalo, avšak zejména na základě lobbistického úsilí vedení bývalé Investiční a Poštovní banky (IPB) se podařilo prosadit tyto zvláštní „zprostředkovatele“ do konceptu kuponové privatizace. V roce 1991 udělilo Federální ministerstvo financí (FMF) opět bez přiměřeného prověření splnění licenčních standardů neuvěřitelných 430 licencí investičním privatizačním fondům (IPF). Investiční privatizační fondy získaly oprávnění shromažďovat v nultém kole investiční body držitelů investičních kuponů (DIKů) a ty pak investovat v řádných kolech do nabízených akciových společností, přičemž nabízeno bylo téměř

1000 akciových společností. Investiční privatizační fondy se staly nejen rozhodujícím účastníkem první vlny kuponové privatizace, ale také po jejím skončení kontrolovaly rozhodující podíly v privatizovaných společnostech. V období 1993–1994 postupně ovládli představitelé investičních společností a IPF představenstva a dozorčí rady podniků, které byly privatizovány kuponovou metodou. Postupně po skončení první vlny kuponové privatizace se začaly projevovat nejen institucionální nedostatky v konstrukci kuponových fondů (zejména nedostatečné oddělení majetku zakladatelů IPF a kuponových akcionářů a netransparentní vlastnická struktura zakladatelů), ale i také první příznaky selhávání investičního systému (např. neplnění informačních povinností, opožděné vydání akcií investičních privatizačních fondů investorům, zcizování a zneužívání svěřeného majetku nebo nerespektování základních regulačních principů). V druhé vlně kuponové privatizace mírně poklesl zájem občanů o uplatnění investičních bodů prostřednictvím fondů (přibližně na 64 %). Licenci, kterou vydávalo MFČR, získalo 353 fondů, na které se však již vztahoval zákon č.248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech. Podle této úpravy byly fondy licencované v různých podobách (investiční fondy, otevřené podílové fondy nebo uzavřené podílové fondy), přičemž dominantní postavení získaly uzavřené typy fondů (investiční fondy a uzavřené podílové fondy získaly téměř 80 % svěřených bodů).

Rovněž po realizaci druhé vlny kuponové privatizace v roce 1995 došlo k výrazné transformaci portfolií. Navíc v prostředí slabé účinnosti regulace nejen privatizačních fondů proběhla „třetí vlna“ kuponové privatizace, ve které se velmi angažovaly nejen zakladatelé privatizačních fondů, ale i někteří obchodníci s cennými papíry. Během „třetí vlny“ docházelo k zužování portfolií privatizačních fondů, utváření neformálních investičních skupin, kompletování akciových balíků a jejich prodej obvykle zahraničním strategickým investorům. Nejvýznamnější obchody v rámci „třetí vlny“ kuponové privatizace byly realizovány do konce roku 1997.

V jarních měsících roku 1996 odstartovala přeměna velkého počtu privatizačních fondů na holdingové společnosti (přibližně 100 fondů). Jednalo se o jejich tržní odpověď na připravovanou novelu zákona o investičních společnostech a fondech, která začala platit od 1. 7. 1996. Nově vytvořeným holdingovým společnostem se lehce podařilo vymanit z připravované přísnější regulace a dohledu kolektivního investování, poněvadž MFČR bez významnějších námitek tolerovalo přeměnu privatizačních fondů na holdingové společnosti. U holdingových společností výrazně poklesl rozsah průběžné a jednorázové informační povinnosti a snížily se limity pro diverzifikaci portfolia, což se odrazilo ve výrazném poklesu likvidity, jejich tržních cen a také nárůstu diskontu.

Nepoctivé a kriminální praktiky některých privatizačních fondů, holdingových společností a obchodníků s cennými papíry zejména v druhé polovině 90. let

minulého století výrazně snížily důvěru v nově vznikající český akciový trh. Zejména negativní vliv privatizačních fondů je precizně rozebrán v „Analýze českého kapitálového trhu“, která uvádí, že: „... Obecně se dá říci, že způsob regulace aplikovaný na investiční fondy a investiční společnosti v procesu kuponové privatizace neodpovídá úloze a potřebám kolektivního investování v postprivatizačním období ...“ (MFČR, 1997, s. 23). Mezi nejrozšířenější nepoctivé praktiky, které poškozovaly investory, byly následující: záměrné nakupování bezcenných aktiv, fakturování abnormálně vysokých smluvních pokut, obcházení regulačních pravidel, tajné propojování různých subjektů, uzavírání nevýhodných opčních a termínových obchodů, poukazování nepřiměřených záloh na nákup investičních instrumentů, mimořádně dlouhé lhůty splatnosti za prodané investiční instrumenty, nevýhodné koupě a prodeje investičních instrumentů, soustředování značných hotovostí u bank a jejich následný nelegální transfer a porušování limitů k omezení rizika. Ježek (2006, s. 123) uvádí, že „... Majetek ukradený z investičních privatizačních fondů ve výši 49,6 mld. Kč má dvě části, které se od sebe liší jen svým původem, nikoli technikou provedení ‚lupu‘. Největší část, asi 40 mld. byla z fondů ukradena v souvislosti s jejich transformací na holdingy, menší část, asi 9,6 mld. Kč, pak ‚zmizela‘ přímo z netransformovaných fondů ...“. Kuponová privatizační metoda (za autory jsou považováni D. Tříška a T. Ježek) v podstatě měla charakter „umělé“ počáteční veřejné nabídky více než 1700 akciových společností, přičemž v převážné většině se z ekonomického a právního hlediska jednalo o podniky, které ještě nebyly připraveny vstoupit na veřejný burzovní trh. Cílem kuponové metody jistě nebylo vytvořit likvidní sekundární akciový trh, ale připravit podniky do „privatizovatelné“ podoby. Jsme toho názoru, že tyto akciové společnosti měly být nejdříve uvedeny na zvláštní privátní akciový trh a teprve v dalším kroku a selektivně (a pouze několik desítek z nich) měly být připuštěny na veřejné burzovní trhy. Bohužel spontánní privatizace a koncentrace vlastnických práv ve formě „třetí vlny“ kuponové privatizace se odehrála na veřejném maloobchodním akciovém trhu bez adekvátní ochrany drobných a institucionálních investorů. „Třetí vlna“ sice umožnila velmi rychlé vytvoření soukromé vlastnické struktury českých podniků, avšak při současné nedostatečné ochraně práv vnějších investorů (např. kursová manipulace, obchodování a investování na základě důvěrných informací, zneužívání a zcizování obhospodařovaného majetku atd.), což způsobilo podlomení důvěry široké investiční veřejnosti ve vznikající burzovní trh a současně omezilo příliv volných peněžních prostředků do tohoto rodičího se segmentu finančního systému. Domníváme se, že kuponová privatizace měla na ekonomiku převážně pozitivní dopady, ale i některé negativní vlivy. Mezi pozitivní dopady kuponové privatizace patřily především velmi důležité krátkodobé efekty: „bleskové“ odstátání podnikové sféry, zabránění spontánní manažerské privatizaci, zabránění majetkovému ovládnutí ekonomiky netransparentním zahraničním (nejspíše

východoevropským) kapitálem, nabídka tzv. lidových akcií široké investiční veřejnosti a rychlá renesance investování a investičního bankovníctví v nadměrně konzervativním finančním prostředí. Bohužel kuponová privatizace měla také některé dlouhodobé nezamýšlené dopady, a to zejména na postupně se formující burzovní trh, poněvadž tato privatizační metoda nepřináší nejen nový finanční kapitál, ale ani potřebné know-how pro privatizované nevykonné podniky. Snad největším nepříznivým efektem bylo překvapivě rozsáhlé a masivní rozšíření nepoctivých praktik a investiční kriminality, a to zejména v období „třetí vlny“ kuponové privatizace, což podlomilo důvěru nejen českých, ale i zahraničních portfoliových investorů na poměrně dlouhou dobu. Podlomení důvěry investorské veřejnosti zajisté pak přispělo k dlouhodobé stagnaci českého burzovního trhu.

4 Nadměrná univerzalizace bankovníctví

Od začátku 90. let vykazoval český bankovní systém výrazné znaky univerzalizace po vzoru německého nebo rakouského bankovníctví. Univerzální banky nabízely „pod jednou střechou“ komerční i investiční obchody. Přijímaly vklady, poskytovaly úvěry, obchodovaly s cennými papíry na vlastní i cizí účet, angažovaly se v emisních obchodech, nabízely svým klientům správu aktiv, zabezpečovaly platební styk a realizovaly mnoho dalších obchodů finančně-pojišťovací povahy. Bohužel rovněž existoval i volný pohyb vnitřních informací mezi komerčními a investičními odděleními českých univerzálních bank. Tyto rozdílné složky univerzálních bank byly také velmi úzce personálně propojeny. Autor tohoto článku v první polovině 90. let minulého století na tyto nedostatky upozorňoval, když např. uvedl, že „... oligopolní univerzální banky disponují velkým množstvím informací, které jim přinášejí konkurenční výhody v investičních obchodech. Český kapitálový trh se z těchto důvodů jeví jako velmi nedůvěryhodný. Personální propojení investičních a komerčních oddělení rovněž podporuje konflikt zájmů na českém finančním trhu ...“ (Musílek, 1994, s. 472). Navrhovali jsme urychlené realizování zásadních systémových změn v modelu českého bankovníctví. Mimo jiné jsme doporučovali „... I. Vytvoření systému „čínských zdi“ v univerzálních bankách s cílem podstatného omezení současného konfliktu zájmů. II. Zavedení účinných mechanismů, které by zabránily zneužívání neveřejných informací při kapitálových obchodech ...“ (Musílek, 1994, s. 472). Z politicko-odborných důvodů však tato doporučení nebyla brána v úvahu. Výraznou změnu přinesla až novela zákona o bankách z roku 1998, která vytvořila podmínky pro omezení potenciálního konfliktu zájmů mezi komerčními a investičními obchody tím, že univerzální banky měly povinnost vytvořit nejpozději do začátku července 1998 vnitřní „čínské zdi“. Toto pravidlo navrhnul autor tohoto článku v polovině devadesátých let v pracovní komisi pro rozvoj kapitálového trhu MFČR a prakticky jeho doslovná verze platí až do současnosti. Konkrétně se jedná o §19b, který stanovuje, že „... Banka je povinna zabránit při provádění obchodů s investičními nástroji využívání informací

získaných v souvislosti s jejich úvěrovými obchody a naopak. Ke splnění povinností uvedených v odstavci 1 je banka povinna zejména učinit ve svém organizačním, řídicím a kontrolním systému opatření zajišťující oddělení úvěrových obchodů a obchodů s investičními nástroji ...“ (Zákon č. 21/1992 Sb, o bankách, ve znění pozdějších změn a doplňků). V roce 1994 jsme se však chybně domnívali, že dostačující bude pouze toto vnitřní oddělení komerčního a investičního bankovníctví při zachování univerzálního pojetí bank. Další vývoj nám však bohužel nedal za pravdu. Pro další rozvoj burzovního trhu v české ekonomice se totiž mělo přistoupit k mnohem radikálnějšímu řešení, a to ve formě vnějšího rozdělení komerčního a investičního bankovníctví. Domníváme se tedy, že měla být v 90. letech minulého století zvolena česká obdoba Glass-Steagallova pravidla v rámci institucionálního uspořádání bankovního systému. Pouze vnitřní oddělení konkurenčních bankovních obchodů nejenže podpořilo expanzi komerčního bankovníctví univerzálních bank, ale i znevýhodňovalo nebankovní obchodníky s cennými papíry v oblasti získávání informací a lukrativních klientů. I zahraniční zkušenosti ukazují, že univerzální model bankovníctví je obvykle spojen s nedostatečně rozvinutými kapitálovými a burzovními trhy (např. Rakousko).

Převážná většina úspor byla v devadesátých letech alokována prostřednictvím polostátních komerčních bank. Snahou bylo pravděpodobně vytvořit silný národní bankovní sektor s minimální účastí zahraničního kapitálu. Tento přístup, paradoxně probíhající v období pravicových vlád, skončil neúspěchem, vyústivší v jednu z nejhlubších (i když částečně skrytou) krizi komerčního bankovníctví v historii českých zemích. K problémům českého bankovníctví navíc např. přispěly: nedostatečná ochrana práv věřitelů, selhání bankovní regulatorní a dohledové politiky, restriktivní politika centrální banky a dlouhodobá odvětvová krize tradičního českého průmyslu (např. strojírenského, textilního nebo sklářského). V druhé polovině devadesátých let minulého století musel český stát vydat desítky miliard korun na záchranu problémových bank, vyměnit některé bankovní manažery a urychleně přistoupit k rozsáhlé privatizaci velkých bank prostřednictvím přímého (bankovního) zahraničního kapitálu, avšak za velmi nevýhodných podmínek. Bez rychlé privatizace polostátních bank hrozilo jejich zhroutilí a vypuknutí finanční krize. Např. bývalý dlouholetý prezident České bankovní asociace Jiří Kunert uvedl, že „... Pokud by banky byly zprivatizovány hned na počátku ekonomické transformace, účinněji by absorbovaly šoky z rychlé liberalizace. Snaha o správnou alokaci úvěrů by napomohla vytvořit funkční podniky. Zahraniční investoři by zavedli etické a morální standardy a vytvářeli by tlak na urychlení tvorby potřebných zákonů. I tyto zahraniční banky by půjčovaly na vlastnictví podniků, protože je to běžný bankovní obchod, ale svými zkušenostmi a know-how by daleko lépe odhadly, zda podnik bude generovat dostatek zdrojů k úhradě svých závazků. Omezily by nebezpečí odsávání zdrojů majoritním majitelem. Při tomto konstatování jsem si vědom toho, že ani banky z vyspělých

zemích nejsou neomylné a udělaly by chyby. Přesto zastávám názor, že s bankami včas zprivatizovanými kvalitními zahraničními bankami by česká ekonomika platila méně za transformaci a ta by byla kvalitnější ...“ (Kunert, 2009, s. 48).

5 Nedostatečně reformovaný důchodový systém

Český důchodový systém měl v uplynulých třech dekadách převážně charakter dvou-pilířového systému, přičemž zcela dominantní postavení mělo obligatorní státní důchodové pojištění financované průběžným způsobem a doplňkovou formu pak penzijní přípojištění v rámci III. pilíře. Navíc ještě krátce v období 2013–2015 fungoval i v České republice II. pilíř, který byl však záhy z politických důvodů zrušen.

Hlavním posláním penzijních fondů ve třetím pilíři je organizování doplňkového a dobrovolného důchodového systému na principu kapitalizovaného důchodu. Třetí pilíř nemá pro rozvoj českého burzovníctví příliš velký význam, i když je do něho zapojeno téměř 4,5 miliónů osob, avšak jejich nízká výše měsíčních penzijních příspěvků nepřispívá nejen k přenášení spotřeby v čase a k akumulaci penzijního kapitálu na období penzijního věku, ale ani není dostatečným impulsem pro rozvoj burzovního trhu. Postupně se však zvyšoval objem prostředků evidovaných ve prospěch účastníků III. pilíře. Na jejich účtech fondy vykázaly ke konci roku 2018 téměř 447 mld. Kč (transformované penzijní fondy: 404 mld. Kč, účastnické fondy: 43 mld. Kč.).

Původní systém českých penzijních fondů měl však zcela chybně stanovenou participaci akcionářů a penzijních účastníků na výsledcích realizované investiční politiky, což způsobilo neuvěřitelně konzervativní chování správců penzijních portfolií, což rozebírá podrobně Musílek (2018).

Tab. 6 Struktura portfolia odvětví penzijního přípojištění v ČR (12/2011)

Instrumenty	Podíl v procentech
Peníze na účtech a ostatní aktiva	10,50
Pokladniční poukázky	0,24
Dluhopisy	86,55
Podílové listy	2,30
Akcie	0,41

Zdroj: MFČR (2012, s. 68).

V porovnání s investičními politikami penzijních fondů z rozvinutých burzovních trhů byla a stále je investiční politika českých penzijních fondů značně konzervativní (vyznačující se krátkou durací portfolia, obsahující zejména státní dluhové instrumenty), což je důsledkem § 35 odst. 2 zákona o penzijním

připojištění, který stanoví, že „... Jestliže hospodaření penzijního fondu skončí ztrátou, musí penzijní fond použít ke krytí ztrát nerozdělený zisk z minulých let, rezervní fond a další fondy tvořené ze zisku. Pokud nestačí ani tyto zdroje, musí být ztráta kryta snížením základního kapitálu, který však nesmí klesnout pod 50 mil. Kč...“ (Sagit, 2016, s. 115). Touto legislativní úpravou byl vytvořen nestandardní penzijní plán s garantovaným nulovým výnosem. Při příznivém investičním vývoji participuje na výkonnosti portfolia jak akcionář penzijního fondu, tak i účastníci penzijního připojištění, a to podle pravidel rozdělování zisku pro penzijní fondy (nejméně 5 % připadá do rezervních fondů, nejvíce 10 % se rozděluje podle rozhodnutí valné hromady a zbylá část se použije ve prospěch účastníků penzijního připojištění). Pokud je však záporná výkonnost penzijního portfolia a hospodaření penzijního fondu skončí ztrátou, není pak možné záporné výnosy připsat na účty účastníků. Akcionáři penzijních fondů a jejich manažeři přirozeně odmítají nést sami investiční riziko investičního nezdaru, a proto aplikují velmi konzervativní přístup při správě penzijních portfolií, což je však pro dlouhodobé investování penzijních úspor nepřiměřená investiční strategie. Snaha napravit tuto závažnou věcnou legislativní chybu a zrušit toto zcela nestandardní pravidlo v teorii a praxi penzijních financí se ukázala jako legislativně velmi složitá a obtížná. Až v roce 2013 došlo k dílčí úpravě III. pilíře, který od té doby funguje ve formě paralelní existence původních penzijních fondů (i nadále s nesmyslnou garancí nulového výnosu) a nových účastnických fondů na principech tradičních fondů kolektivního investování. Z původních penzijních fondů je možné dobrovolně přestupovat do nového systému účastnických fondů, které již nemají garanci nulového výnosu. Ve skutečnosti převážná většina účastníků i nadále setrvává v transformovaných fondech s nevykonnými portfolii.

Na začátku roku 2013 začal v českém finančním systému také fungovat dobrovolný kapitalizovaný II. pilíř ve formě důchodového spoření s využitím koncepce opt-out. Každá oprávněná osoba mohla částečně vystoupit ze státního důchodového systému převedením 3 % z povinných plateb na sociální pojištění do kapitalizovaného důchodového fondu při současném dodatečném investování dalších vlastních 2 % ze základu na povinné platby na sociální pojištění. Během složitého politicko-legislativního procesu projednávání II. důchodového pilíře byla z politických důvodů změněna forma účasti občanů z povinné na dobrovolnou, avšak již bez patřičné úpravy ostatních podstatných systémových prvků nejen II. pilíře, ale i III. pilíře českého důchodového systému. Ve spojitosti s agresivním politickým marketingem některých odpůrců kapitalizovaných penzijních pilířů (zejména komunistických a levicových politiků a ekonomů) nebylo pak žádným překvapením, že tento penzijní produkt byl téměř neprodejný. Smlouvu uzavřelo pouze 85 tisíc osob, přičemž samotné penzijní společnosti očekávaly nejméně 500 tisíc uzavřených smluv. V roce 2015 byl pak skutečně na základě iniciativy bývalého předsedy vlády ČR B. Sobotky a bývalého ministra financí A. Babiše

schválen Zákon o ukončení důchodového spoření, a to k 1. 1. 2016. Řešením nedokonalostí II. pilíře však v žádném případě nemělo být jeho zrušení, ale jeho dotvoření tak, aby byla zavedena povinná účast vymezených skupin občanů při současné úpravě některých podstatných parametrů tohoto kapitalizovaného systému. Neexistence robustního kapitalizovaného systému, který by ve velkém rozsahu dlouhodobě investoval do akciových instrumentů nejen na českém, ale i na zahraničních akciových burzovních trzích, je jednou ze základních příčin dosavadního slabého významu českého burzovníctví ve finančním systému.

6 Nepřiměřená regulace a dohled

Na počátku devadesátých let minulého století byla regulace a dohled vznikajícího českého burzovního trhu velmi laxní a nestandardní. Nejprve prozatímní sekundární trh byl v regulačně-dohledové gesci centrální banky, později tuto pravomoc získalo Federální ministerstvo financí (FMF), které však aplikovalo zastaralý německo-rakouský přístup státního dozoru nad kapitálovým trhem. Snad mohl být tento přístup částečně oprávněný při regulaci a dohledu vládních dluhopisových trhů, avšak byl zcela nevhodný a neefektivní pro rychle se rozvíjející a rozsáhlý akciový trh, které vznikl díky kuponové privatizaci. FMF (později MFČR) prakticky bez dostatečného prověření žadatelů o výkon různých investičních činností automaticky udělovalo licence a téměř neprovádělo ani vlastní dozorovou činnost ve formě dohledu na dálku a dohledu na místě benevolentně licencovaných tržních subjektů. Již v polovině devadesátých let jsme uváděli, že „...Naopak významnější roli státu bychom očekávali v oblasti nelegálních obchodů (insider obchody, praní špinavých peněz, manipulace akciových kursů, konflikt zájmů a klamavá reklama), kde regulatorní instituce v České republice vystupují velmi váhavě a pasivně ...“ (Musílek, 1994, s. 31). Od dubna 1998 přešla pravomoc dohledu z MFČR na nově vzniklou Komisi pro cenné papíry (KCP). Nedostatečná ochrana minoritních akcionářů, vlna skandálů během „třetí vlny“ kuponové privatizace, finanční kriminalita a také díky enormní snaze Burzy cenných papírů Praha (a zejména T. Ježka) vznikl personálně a operačně nezávislý dohledový úřadu pro kapitálový trh, který byl však i nadále finančně závislý na státním rozpočtu. Jsme přesvědčeni, že Komise pro cenné papíry (vybavená poměrně rozsáhlými pravomocemi) měla však začít fungovat ještě před vlastním spuštěním první vlny kuponové privatizace. KCP svojí činností alespoň částečně přispěla ke kultivaci českého investičního prostředí. KCP (především v obdobích, kdy KCP byla řízena F. Jakubem, M. Šimáčkem nebo P. Hollmannem) výrazně zpřísnila výkon dohledu nad obchodníky s cennými papíry, institucemi kolektivního investování, emitenty a burzou, prosadila a realizovala povinné otevření privatizačních fondů, uskutečnila přelicencování obchodníků s cennými papíry a investičních společností nebo prosadila do legislativy principy corporate governance veřejně obchodovaných akciových společností a zahájila boj proti finanční kriminalitě, která z období „třetí

vlny“ kuponové privatizace zůstala částečně pravomocně nepotrestána, resp. byla dokonce amnestována.

Efektivní regulace a dohled má zajisté klíčový význam pro rozvoj burzovního trhu, poněvadž vnější investoři (minoritní akcionáři a věřitelé) jsou vystaveni nebezpečí vyvlastnění výnosů z jejich akciových instrumentů a dalším projevům finanční kriminality. Vnější investoři, pokud mají mít ochotu výrazněji investovat na burzovních trzích, musí získat skutečně efektivní práva podílet se na dosažených výnosech. Dostatečná a efektivně vynutitelná práva vnějších investorů jsou podle našeho názoru základním předpokladem pro rozvinutí burzovního trhu. V 90. letech minulého století přistoupilo nejen mnoho vyspělých, ale také rozvíjejících se ekonomik k zásadním reformám správy veřejných akciových společností. Základním pilířem těchto reforem bylo nejen zavedení účinnějších mechanismů ochrany vnějších investorů, ale také implementace mezinárodních účetních standardů, efektivnější privátní vynucování existujících právních norem a účinná státní regulace burzovního trhu. Účinná státní regulace burzovního trhu je nevyhnutelná, pokud selhává privátní nebo soudní vynucování privátních investičních kontraktů. Velmi inspirativní je odlišný přístup k regulaci burzovních trhů v 90. letech v České republice a Polsku. Již začátkem 90. let minulého století byl v Polsku schválen velmi přísný zákon o cenných papírech, rozsáhle ochraňující nejen práva vnějších investorů, ale i zabezpečující informační otevřenost emitentů akciových instrumentů. Polské zákonodárství také umožnilo vznik Komise pro cenné papíry a burzy po vzoru americké Securities and Exchange Commission (SEC) s výraznými pravomocemi vynucování právních norem a dalších pravidel včetně rozsáhlých sankčních možností. Zdá se, že právě polský přístup k regulaci mohl mít pozitivní vliv na rozvoj burzovního trhu (dalším pozitivním faktorem byla realizovaná polská kapitálově orientovaná důchodová reforma). Naopak český přístup v 90. letech (založený na zastaralém německo-rakouském modelu regulace vládních dluhopisových trhů), avšak zcela chybně aplikovaný na rozsáhlé akciové trhy, nevytvořil dostatečné podmínky pro efektivní ochranu vnějších investorů. Důsledkem nepřiměřené regulatorní politiky bylo časté vyvlastňování výnosů vnějších investorů, což se projevilo „tunelováním“ aktiv veřejně obchodovaných akciových společností a privatizačních fondů vnitřními osobami (majoritními akcionáři nebo manažery). Na rozdíl od polského trhu, český burzovní trh dlouhodobě stagnoval, stovky emitentů zrušilo kótaci na burzovním trhu a na trhu se téměř nevyskytovaly nové veřejné počáteční nabídky. Komparace polského a českého přístupu k regulaci investičního trhu je tedy dobrým příkladem významného vlivu efektivnosti ochrany vnějších investorů na rozvoj burzovního trhu.

Jsme toho názoru, že kvalitní právní prostředí je totiž jedním z podstatných předpokladů pro vytvoření fungujících investičních trhů (mezi další klíčové předpoklady např. patří makroekonomická stabilita, dostatečná úroveň bohatství

investičního publika, optimistická investiční očekávání, nedotknutelnost vlastnických práv, vnější oddělení komerčního a investičního bankovníctví, model důchodového systému s výrazným podílem kapitalizovaných pilířů, daňový systém podporující investování, tradice nebo obliba akciového investování). Nekvalitní právní prostředí se pak projevuje ve vysoké úrovni koncentrace akciového vlastnictví, nedostatečné ochraně investorů a ve slabě rozvinutých investičních (a burzovních) trzích. Vytvoření kvalitní regulatorně-dohledové architektury je jednou z nejdůležitějších oblastí v období přechodu z modelu centrálně plánované ekonomiky na model tržní. Domníváme se, že zanedbání péče v oblasti účinného regulatorního prostředí v první polovině 90. let minulého století nebylo záměrné a účelové, ale vyplývalo z neúplných teoretických a praktických znalostí zaměstnanců státní správy o fungování veřejných akciových trhů.

Od roku 2002 začaly v České republice odborné diskuse ohledně integrace finančních dohledových úřadů. Vláda České republiky v roce 2004 schválila usnesení, že v průběhu roku 2006 dojde k integraci 4 existujících dohledových úřadů do 2 úřadů, a to Úřadu dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění do Komise pro cenné papíry (přejmenované na Komisi pro finanční trh) a Úřadu dohledu nad družstevními záložnami do České národní banky. Na základě vládního usnesení ihned započaly legislativní, organizační a technické práce, spojené s integrací dohledových úřadů. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky schválila na jaře roku 2005 v prvním čtení balík finančních zákonů, umožňující převzetí pravomocí v oblasti dohledu pojišťovnictví a penzijního připojištění Komisí pro cenné papíry (a její přetvoření na Komisi pro finanční trh) a dohledu nad družstevními záložnami Českou národní bankou. Avšak vedení MFČR dne 19. července 2005 bez předchozího projednání s vedením KCP překvapivě oznámilo, že od dubna 2006 dojde k přesunu veškerých dohledových pravomocí do ČNB. Komise pro cenné papíry byla ke konci března 2006 de facto zrušena, což bylo zdůvodněno ekonomickými úsporami. Skutečným důvodem rychlé změny dříve vládou schváleného integračního projektu byl však pravděpodobně zájem některého vlivného tržního účastníka (s netransparentní vlastnickou strukturou, což bylo předmětem prověřování ze strany KCP) zbavit se „nespolupracujícího“ vedení KCP, poněvadž odvolat členy vrcholového vedení (prezidia) prakticky nebylo možné.

Naopak v novém tisíciletí začalo v České republice docházet nejen k mechanickému přebírání jednotné unijní dohledové politiky, ale také ve zcela jiné investiční situaci (oproti období „třetí vlny“ kuponové privatizace) došlo k dramatickému zpřísnování míry regulace a dohledu celého sektoru investičního bankovníctví a burzovníctví. Navíc v post-lehmanovském období (kdy globálně došlo k výraznému zvýšení míry kontrolních mechanismů) byla v ČR často transpozice nových evropských kapitálových a kontrolních norem ještě výrazně nad rámcem unijních požadavků. Díky tomu (stále ještě nedostatečně a málo rozvinutý český emisní a sekundární trh)

se stal trhem s nejvyšší regulatorní zátěží v porovnání s jinými evropskými investičními trhy. Postupně došlo k odlivu zahraničních institucionálních investorů a investičních domů z českých burzovních trhů, přičemž regulatorně-dohledové autority bohužel nedokázaly včas identifikovat nepřiměřenou a nákladnou regulaci českého trhu ve výrazně změněných post-lehmanovských podmínkách, přičemž byla opomíjena péče o rozvoj kapitálového trhu.

Navíc později musela Česká národní banka předat část svých dohledových pravomocí celoevropským dohledovým úřadům, poněvadž od roku 2011 je i český dohledový systém součástí Evropského systému finančního dohledu (European System of Financial Supervision – ESFS), který má charakter integrované sítě národních dohledových institucí a orgánů Unie, přičemž jeho hlavním cílem je jednotné uplatňování regulatorních pravidel. Současná burzovní dohledová politika EU (v praxi realizovaná prostřednictvím celoevropského úřadu ESMA) je přirozeně koncipována jednotným přístupem, a to zejména na základě požadavků nejvyspělejších evropských burzovních trhů. Fungování nových celoevropských dohledových úřadů není neutrální k postavení národních dohledových úřadů, přičemž plíživě dochází k významnému přesunu některých regulatorně-dohledových pravomocí z národních dohledových úřadů na celoevropské instituce, což pak neumožňuje vytvářet specifické podmínky a stimuly pro rozvoj nedostatečně rozvinutých segmentů jako je např. český primární a sekundární trh cenných papírů, který byl dlouhodobě negativně ovlivněn negativními dopady kuponové privatizace, silného postavení univerzálního bankovníctví, nereformovaného důchodového systému a nepřiměřeně aplikovaných regulatorních a dohledových přístupů v odlišných fázích investičního cyklu.

7 Dosud neúspěšné snahy o rozvoj burzovního trhu

Obnovení českého burzovního trhu na počátku 90. let minulého století bylo integrální součástí celkově velmi úspěšného českého transformačního procesu, o který se nejvíce zasloužili V. Havel a V. Klaus. Rozvoj trhu cenných papírů však nebyl postupný a přirozený, ale byl výrazně ovlivněn unikátní kuponovou metodou privatizace. Nejdříve byly na burzovní trh uvedeny „umělé“ počáteční veřejné nabídky, avšak jednalo se převážně o nepřipravené a nezralé akciové emise pro veřejné obchodování, a to jak po stránce ekonomických, právních, účetních a informačních aspektů, tak i bez dostatečných investičních perspektiv, což jsou právě nezbytné předpoklady pro úspěch tradičních počátečních veřejných nabídek akciových instrumentů. I tentokrát se potvrdilo, že přirozené tržní principy nelze nahradit aplikací sociálního inženýrství. Proto v druhé polovině 90. let minulého století proběhla v českém ekonomickém systému spontánně „třetí vlna“ kuponové privatizace, která vedla k výraznému poklesu počtu veřejně obchodovaných akciových společností prostřednictvím různých typů operací (např. skupování akcií, dobrovolné nebo povinné nabídky na převzetí akcií, povinné odkupy akcií, přeměny

akcií z dematerializované podoby na listinnou formu, dražby nevyzvednutých akcií nebo squeeze-out minoritních akcionářů), což bylo také spojeno s nedostatečnou ochranou práv minoritních akcionářů a následným poklesem dlouhodobé důvěry široké investiční veřejnosti ve vznikající burzovní trh. Na tomto trhu se v současné době pravidelně obchoduje pouze několik akciových instrumentů, a to ještě po odchodu londýnských portfolio manažerů z východoevropských trhů v post-lehmanovském období také při velmi nízkém objemu obchodů. Na počátku ekonomické reformy se však očekávalo, že v horizontu několika málo dekád český burzovní trh zaujme pozici středoevropského a východoevropského „leadera“, avšak tato ambice se vůbec nepodařila naplnit.

Tab. 7 Vývoj objem akciových burzovních obchodů (v mld. Kč, BCPP, 1996-2018, vybrané roky)

Rok	1996	2000	2006	2010	2012	2014	2016	2018
Objem obchodů s akciemi	250	264	849	390	251	154	168	143

Zdroj: Ročenky Burzy cenných papírů Praha, různé roky (BCCP, 2019a).

Burzovní trh v České republice i po třech dekádách jeho fungování se spíše podobá nově vznikajícímu trhu, který má neúplný charakter (zejména nedostatečně rozvinuté jsou jak primární, tak sekundární emise), nepřiměřené legislativní uspořádání (v počátečním období se chybně vycházelo ze zastaralého rakousko-uherského a německého finančního práva, které téměř neobsahovalo základní principy fungování moderních kapitálových trhů; po vstupu ČR do EU však byly do tohoto archaického legislativního systému často mechanicky, necitlivě a nadměrně implementovány jak před-lehmanovské, tak i post-lehmanovské kapitálové směrnice EU), slabou cenotvornou funkci (většina akciových emisí není pravidelně burzovně obchodována) a nedostatečnou roli domácích portfoliových investorů (zejména penzijních a účastnických fondů, poněvadž důchodový systém má i po třech dekádách nereformovanou podobu s rozhodující rolí státního průběžného systému).

Český burzovní trh byl přirozeně nepříznivě ovlivněn jak několika ekonomickými recesemi (např. 1997–1999, 2008–2009 nebo 2012–2013), tak i dopady globální finanční krize (např. výrazné celosvětové zpřísnění míry regulace a kontroly burzovních trhů nebo odliv institucionálních investorů z východoevropských trhů). Bohužel ani v období ekonomického boomu (např. 1994–1996 nebo 2015 až dosud) jsme nezaznamenali výraznější rozvoj českého burzovníctví. Proto také nejen bývalá Komise pro cenné papíry a BCPP v roce 2004 vytvořily návrhy na zlepšení fungování burzovního trhu (KCP a BCPP, 2004), ale také i MFČR v roce 2019 připravilo Koncepti rozvoje kapitálového trhu v ČR 2019–2023. K nejdůležitějším navrženým opatřením z roku 2014 patřilo: podpora primárních a sekundárních emisí, privatizace státních podniků prostřednictvím burzovního trhu, modernizace

infrastruktury kapitálového trhu, úprava systému zdanění fondů kolektivního investování, posílení systému penzijního připojištění a vytvoření kvalitního a pružného právního rámce. Tehdejší ministr financí B. Sobotka bohužel odmítl společný materiál KCP a BCPP předložit k projednání vládě ČR s argumentem, že Česká republika rozvoj burzovního trhu vůbec nepotřebuje. Vládní garnitura v tomto období jednoznačně preferovala privatizaci státních majetkových podílů prostřednictvím přímých prodejů, a to především zahraničním investorům. I proto na českém sekundárním trhu cenných papírů pokračovala dlouhodobá stagnace.

Pro odbornou finanční veřejnost proto nebylo vůbec žádným překvapením, když v roce 2017 zveřejnila Světová banka velmi kritickou Zprávu o kapitálovém trhu v ČR (angl. „Capital Market Assessment/Market Development Options Czech Republic“; The World Bank, 2017). V této zprávě Světová banka nejen analyzovala nadměrnou regulatorní zátěž, ale také poukázala na velmi slabé úsilí České národní banky o rozvoj českého kapitálového trhu. Světová banka pro další rozvoj burzovního trhu doporučila podstatné snížení regulatorní zátěže, zatraktivnění kapitálového trhu pro emitenty a investory, podporu vstupu malých a středních podniků na kapitálový trh, výrazné posílení sektoru penzijních fondů, zvýšení transparentnosti finančního reportingu, propojení kapitálového trhu se sektorem faktoringových společností a prohloubení obchodování s vládními dluhopisy. Z těchto doporučení také vycházelo MFČR při zpracování Koncepce rozvoje kapitálového trhu v České republice 2019–2023 (Koncepce), kterou v roce 2019 nejen na základě návrhu MFČR projednala, ale také i schválila Vláda České republiky (MFČR, 2019).

Nejnovější Koncepce v zásadě navrhuje vhodná opatření pro rozvoj českého kapitálového a burzovního trhu. V Koncepci však zřetelně absentuje několik konkrétních a podrobně rozpracovaných razantních a odvážných opatření, která mohou zvrátit dlouhodobou stagnaci českého burzovního trhu jako např.:

- privatizaci minimálně 5–7 velkých státních, polostátních nebo veřejných institucí prostřednictvím burzovního trhu z oblasti dopravní infrastruktury, pošt a spojů, energetiky, zdravotnictví, vysokého školství nebo výzkumu,
- realizaci kapitálově orientované důchodové reformy,
- prosazení významných daňových úprav, které budou stimulovat rozvoj emisních, obchodních a správcovských služeb českých a zahraničních obchodníků s cennými papíry, správců aktiv a penzijních a investičních společností na domácím akciovém trhu,
- vytvoření podmínek pro rozvoj sekundárního „privátního“ trhu s instrumenty zvláštních a minimálně regulovaných akciových společností.

Při zpětném pohledu na tři dekády českého burzovníctví je evidentní, že vytvoření institucionálního prostředí je jednou z nejdůležitějších oblastí v období přechodu z modelu centrálně plánované ekonomiky na model tržní. Po určitém zlepšení

institucionálního rámce na počátku nového tisíciletí došlo v následujících letech zejména ke kvalitativnímu rozvoji českého burzovního trhu. Výrazně se zlepšila infrastruktura burzovního trhu zavedením obchodního systému XETRA (nyní XETRA T7), zkvalitnilo se řízení BCPP (např. generální ředitel BCPP P. Koblík byl dokonce v roce 2018 zvolen prezidentem Federace evropských burz (FESE) na období 3 let), profesionalizoval se výkon dohledu, výrazně se zlepšila ochrana vnějších investorů a zkvalitnila se nabídka investičních služeb, poskytovaných bankami či obchodníky s cennými papíry. Český burzovní trh však byl z kvantitativního hlediska stále nepříznivě ovlivňován nejen nedostatečnou emisní aktivitou českých akciových společností, ale rovněž nepříznivými dopady globální finanční krize na východoevropské akciové trhy.

Po třech dekádách stagnace českého burzovníctví by mohlo být v budoucnu dosaženo jeho významnějšího postavení, pokud by byla dokončena privatizace státních majetkových účastí prostřednictvím domácího burzovního trhu, realizována citlivá dohledová politika Českou národní bankou, prosazena daňová reforma stimulující vydávání a obchodování investičních instrumentů včetně jejich správy na území České republiky a realizována kapitálově orientovaná reforma českého důchodového systému směřující k více-pilířovému uspořádání s významným podílem kapitalizovaných a soukromých systémů.

8 Závěr

Renesance českého burzovního trhu je integrální součástí dlouhodobě velmi úspěšné transformace české ekonomiky a celé společnosti v posledních třech dekádách od neefektivního a nedemokratického komunistického systému k sociálně-tržní ekonomice. Postavení a fungování burzovního trhu bylo však negativně ovlivněno zejména nepříznivými a neočekávanými dopady kuponové privatizace. Tato netradiční a v praxi nevyzkoušená privatizační metoda sice umožnila na základě „velkého třesku“ rychle a podstatně změnit nevyhovující vlastnickou strukturu české podnikové sféry, avšak nebyla včas doplněna fungujícím regulatorně-dohledovým mechanismem kapitálového a burzovního trhu. Následně spontánně vypukla „třetí vlna“ kuponové privatizace, která byla doprovázena překvapivě četným výskytem nepoctivých praktik a finanční kriminality na českém burzovním trhu, které velmi nepříznivě a dlouhodobě ovlivnily náladu investičního publika. Po překonání negativních důsledků post-privatizačních skandálů však chybně došlo ze strany českých regulatorně-dohledových orgánů k dalšímu mechanickému a nadměrnému přijímání unijních a post-lehmanovských regulatorních a kontrolních pravidel, které dále utlumily nevyužitý potenciál k rozvoji českého burzovníctví. Slabý kapitalizovaný penzijní pilíř a naopak příliš robustní univerzální bankovníctví jsou pak dalšími faktory, které brzdí rozvoj českého burzovního trhu.

Literatura

BCCP [Burza cenných papírů Praha], 2019a. *Statistické soubory* [online]. [vid. 10. 7. 2019]. Dostupné z: <<https://www.pse.cz/udaje-o-trhu/statistika/statisticke-soubory/>>.

BCCP [Burza cenných papírů Praha], 2019b. *Výroční zprávy* [online]. [vid. 15. 7. 2019] Dostupné z: <<https://www.pse.cz/o-nas/burza-cennych-papiru-praha/vyrocní-zpravy/>>.

BENEŠ, V., MUSÍLEK, P., 1989. *Přestavba v měnové a finanční politice*. Praha: Aleko.

BENEŠ, V., MUSÍLEK, P., 1990. *Cenné papíry a burzy*. Praha: VŠE.

JEŽEK, T., 2006. *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky*. Praha: Oeconomica.

KCP [Komise pro cenné papíry], BCPP [Burza cenných papírů Praha], 2004. *Návrh opatření zlepšujících fungování kapitálového trhu*. Neveřejný materiál zaslaný vládě ČR.

KUNERT, J., 2009. Komerční bankovníctví – krátká historie, bohaté zkušenosti. In: *Sborník z konference „20 let finančních a bankovních reforem v České republice“*. Praha: VŠE.

MFČR [Ministerstvo financí ČR], 1997. *Analýza českého kapitálového trhu*. Praha: Burzovní noviny, 5. 11. 1997, s. 23.

MFČR [Ministerstvo financí ČR], 2012. *Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2011* [online]. [vid. 20. 7. 2019]. Dostupné z: <<https://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/financni-stabilita-a-dohled/vyvoj-financniho-trhu/2011/zprava-o-vyvoji-fin-trhu-v-roce-2011-6515>>

MFČR [Ministerstvo financí ČR], 2019. *Koncepce rozvoje kapitálového trhu v České republice 2019–2023*. Praha: MF ČR.

MUSÍLEK, P., 1989. *Monetární politika, uloga banaka u priverdnim reformama v ČSSR*. Beograd: Investbank, sborník z odborné konference.

MUSÍLEK, P., 1990. *Rakouský burzovní systém*. Praha: Hospodářské noviny, příloha č. 37.

MUSÍLEK, P., 1994. *Finanční trhy: instrumenty, instituce a management*. Praha: VŠE.

MUSÍLEK, P., 2018. Kapitálový trh a jeho regulace po roce 1989. In: *100 let financí a účetnictví na území ČR*. Praha: Oeconomica, s. 67–89.

SAGIT, 2016. *ÚZ Penzijní spoření a připojištění*. Sagit č. 1120, 1/2016.

SBČS, 1989. *Finanční trh v čs. ekonomice*. Praha: SBČS, studie.

THE WORLD BANK, 2015. *World development Indicators: Stock Markets* [online]. [vid. 17. 7. 2019]. Dostupné z: <<http://wdi.worldbank.org/table/5.4>>.

THE WORLD BANK, 2017. *Capital Market Assessment/Market Development Options Czech Republic*. Washington: World Bank Group.

VESELÁ, J., MUSÍLEK, P., 1999. *Utváření kapitálového trhu. Dějiny bankovníctví*. Praha: Bankovní institut.

Three decades of the Czech stock exchange market: missed potential

Petr Musílek

Abstract:

The discussion paper focuses on the identification of the main reasons for the weak position of the stock exchange market in the Czech economic system. The introductory part of the article discusses the structure of the stock exchange market and its position. Attention is also paid to the impact of voucher privatization on the functioning of the Czech stock exchange market. The following part of the paper discusses the stock exchange market restrictions in the universal banking model. In the following part, the missing stock exchange market engine is identified, which in our opinion is a sufficiently capitalized pension pillar focused on investing in domestic equity instruments. Attention is also paid to the negative impact of inadequate regulation at various stages of the development of the investment environment. The final part of the paper discusses not only unsuccessful efforts to develop the stock exchange market, but also discusses ideas for increasing the importance of the stock exchange market in the Czech economy.

Keywords: Stock exchange; Investment instruments; Voucher privatization; Universal banking; REgulation and supervision of the stock exchange.

JEL Classification: G24, N24.