

**Univerzita Karlova v Praze**  
**Fakulta sociálních věd**

**Institut ekonomických studií**

**Diplomová práce**

**2004**

**Ivan Vrhel**

**Univerzita Karlova v Praze  
Fakulta sociálních věd**

**Institut ekonomických studií**

**DIPLOMOVÁ PRÁCE**

**Vznik a vývoj českého kapitálového trhu**

**Vypracoval:** Ivan Vrhel

**Konzultant:** Doc. Ing. Jiří Havel, CSc.

**Akademický rok:** 2003/2004

## Poděkování

Děkuji vedoucímu mé diplomové práce, Doc. Ing. Jiřímu Havlovi, CSc., za cenné připomínky a konzultace. Děkuji také Ing. Jiřímu Běhounkovi, vedoucímu oddělení Legislativy kapitálového trhu MF ČR, za poskytnuté rady a připomínky k mé práci.

## Prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracoval samostatně a použil pouze uvedené prameny a literaturu.

V Praze dne 08.04.2004

podpis studenta

## **Abstrakt**

Diplomová práce Vznik a vývoj českého kapitálového trhu se zabývá vznikem a vývojem českého kapitálového trhu po roce 1993. Kapitálový trh je nedílnou součástí moderního finančního systému a je jedním z hlavních zdrojů financování rozvoje korporací. Práce popisuje institucionální prostředí v době, kdy kapitálový trh vznikal a analyzuje dva odlišné způsoby vzniku jeho dvou hlavních segmentů – akciového a dluhopisového trhu. Zatímco akciový trh vznikl jako důsledek procesu kupónové privatizace, dluhopisový trh vznikl na základě spontánní aktivity jednotlivých účastníků trhu. V práci je podrobně popisován odlišný vývoj těchto dvou segmentů s přihlédnutím k základním ukazatelům míry rozvinutosti trhu - tržní kapitalizaci a likvidity. Z analýzy vyplývá, že zatímco dluhopisový trh prošel za posledních deset let obdobím růstu, role akciového trhu zatím upadá. Na závěr práce je diskutována hlavní příčina poklesu významu akciového trhu v České republice – dosud neuskutečněná realizace primární emise akcií (IPO), jakožto hlavní překážky budoucího rozvoje akciového trhu.

## **Abstract**

The thesis Creation and development of Czech capital market analyses and describes the establishment and development of the market after a year 1993. Capital market is an integral part of a modern financial system and one of the key sources for corporations to raise external capital. The thesis describes an institutional framework, and analyses the creation of two key elements of the market – share and bond market. While the share market was established as a result of voucher privatisation, the bond market was created by a spontaneous activity of key market players. Thesis aims on the analyses of different development of those two markets. If we take account of key indicators, such as market capitalization and likvidity of the markets we discover a significant discrepancy between those two markets. Whilst the bond market has increased its role in past ten years, the role of a share market has dramatically decreased over the same time period with effectively less than ten traded companies. In a last chapter the thesis focuses on one of the main reasons of a drop of czech share market – the extent of initial public offerings (IPO's). Since the beginning of trading we have not seen a single IPO at the Czech share market.

## TEZE DIPLOMOVÉ PRÁCE

*Téma: Vznik a vývoj českého kapitálového trhu*

*Vedoucí diplomové práce: Doc. Ing. Jiří Havel, CSc.*

*Vypracovává: Ivan Vrhel*

*Rok obhajování práce: 2003-2004*

*Abstrakt:*

Cílem mé diplomové práce je popsat vznik a vývoj českého kapitálového trhu. Cílem první kapitoly je popsat institucionální prostředí a okolnosti, za kterých vznikal český kapitálový trh a následky, které z toho vyplynuly pro jeho budoucí vývoj. Okolnosti a způsob, jakým český kapitálový trh vznikl byly v porovnání s ostatními transformujícími se ekonomikami poměrně unikátní. Vznik trhu na základě kupónové privatizace v podmínkách institucionální nezralosti a následné problémy v oblasti corporate governance ovlivnily vývoj trhu na mnoho budoucích let.

Ve druhé kapitoly bude popsán samotný vývoj kapitálového trhu od jeho počátku až do současnosti. Analýze bude podroben nejen trh akciový, ale také trh dluhopisový, který na rozdíl od trhu akciové nevznikl na základě kupónové privatizace, ale spontánně. Právě odlišná forma vzniku jednotlivých trhů spolu s faktem, že na dluhopisový trh vstupují zejména firmy, které se ucházejí o investory, vedl k poměrně odlišnému vývoji, co se úspěšnosti týče. Zatímco na akciovém trhu se v současnosti obchoduje pouze několik málo likvidních titulů, český obligační trh je vzhledem k podmínkám malé středoevropské země již značně rozvinut.

Cílem třetí kapitoly, nazvané Regule a institucionální prostředí, je podrobně se zabývat vznikem, vývojem a činností jednotlivých regulačních orgánů, které měly za cíl regulovat a kultivovat český kapitálový trh a zamezit nekalým praktikám. Analýze zde bude podrobena hospodaření privatizačních investičních fondů, jejichž chování během sledovaného období demonstruje nedostatky rodícího se trhu. Na druhé straně je třeba poznamenat, že

stejně instituce, které regulovaly trh akciový, regulovaly i již zmíněný trh dluhopisový a přesto se tento trh vyvíjel jiným a nutno poznamenat úspěšnějším směrem. Důvody, které k tomuto rozdílnému vývoji vedly budou podrobně zkoumány v této části práce.

V poslední kapitole budou analyzovány problémy, které nejvíce trápí současný kapitálový trh, tak jak vplynuly z jeho více než desetiletého vývoje a bude navrženo, jaké jsou způsoby jejich možného řešení. Zároveň bude diskutována otázka integrace malých středoevropských burz do jedné centrální.

*Osnova:*

1. Úvod
2. Vznik českého kapitálového trhu
3. Vývoj českého kapitálového trhu
  - 3.1. Vývoj akciového trhu
  - 3.2. Vývoj obligačního trhu
4. Regulace a institucionální prostředí
  - 4.1. Vývoj jednotlivých institucí
  - 4.2. Vývoj regulačních předpisů
  - 4.3. Vznik Komise pro cenné papíry
5. Současné problémy a náměty pro budoucnost
6. Závěr

# OBSAH

<u>Seznam tabulek</u> .....	9
<u>Seznam grafů</u> .....	10
<u>1 Úvod</u> .....	11
<u>2 Vznik českého kapitálového trhu</u> .....	13
<u>2.1 Důvody existence</u> .....	13
<u>2.2 Kupónová privatizace</u> .....	15
2.2.1 Proces privatizace.....	15
2.2.2 Privatizace a corporate governance.....	18
2.2.3 Důsledky privatizace.....	19
<u>2.3 Vznik institucí kapitálového trhu</u> .....	21
2.3.1 Burza cenných papírů Praha.....	21
2.3.2 RM-systém.....	21
2.3.3 Středisko cenných papírů.....	22
2.3.4 Porovnání jednotlivých trhů.....	23
<u>3 Regulace a institucionální prostředí</u> .....	25
<u>3.1 Cíle regulace a efektivita práva</u> .....	28
<u>3.2 Korporátní právo</u> .....	32
<u>3.3 Subjekty regulace v ČR</u> .....	33
3.3.1 Komise pro cenné papíry.....	34
3.3.2 Samoregulace.....	37
<u>3.4 Závěr</u> .....	39
<u>4 Vývoj českého dluhopisového trhu</u> .....	40
<u>4.1 Vznik dluhopisového trhu</u> .....	40
<u>4.2 Základní definice trhu</u> .....	41
4.2.1 Účastníci dluhopisového trhu.....	42
4.2.2 Způsob organizace dluhopisového trhu.....	43
<u>4.3 Vývoj českého dluhopisového trhu</u> .....	46
4.3.1 Podmínky rozvoje trhu.....	46
4.3.2 Struktura emitentů.....	48
4.3.3 Struktura investorů.....	52
4.3.4 Druhy obligací.....	54
4.3.5 Způsoby obchodování.....	55
4.3.6 Současný stav dluhopisového trhu.....	59
4.3.7 Závěr.....	64
<u>5 Vývoj českého akciového trhu</u> .....	65
<u>5.1 Vznik akciového trhu</u> .....	65
<u>5.2 IPF a kolektivní investování</u> .....	67
5.2.1 Privatizace a vznik IPF.....	67

<u>5.2.2 Právní úprava kolektivního investování</u> .....	71
<u>5.2.3 Vývoj kolektivního investování</u> .....	72
<b><u>5.3 Vývoj akciového trhu</u></b> .....	<b>75</b>
<u>5.3.1 Velikost akciového trhu</u> .....	76
<u>5.3.2 Vývoj likvidity</u> .....	78
<u>5.3.3 Derivátový trh</u> .....	81
<u>5.3.4 Závěr</u> .....	81
<b><u>6 Příčiny nerealizace IPO</u></b> .....	<b>83</b>
<u>6.1 Způsoby financování</u> .....	<b>83</b>
<u>6.2 IPO</u> .....	<b>84</b>
<u>6.3 Překážky rozvoje IPO</u> .....	<b>86</b>
<u>6.3.1 Zvýšení základního jmění – zápis do obchodního rejstříku</u> .....	87
<u>6.3.2 Dispozice s právy nově upsaných akcií</u> .....	88
<u>6.3.3 Emisní kurz a prospekt cenného papíru</u> .....	88
<u>6.3.4 Nezvratnost procesu zvyšování základního kapitálu</u> .....	88
<u>6.3.5 Rozpor v nominální a reálné ceně akcie</u> .....	89
<u>6.3.6 Ostatní překážky</u> .....	89
<u>6.3.7 Závěr</u> .....	90
<b><u>7 ZÁVĚR</u></b> .....	<b>92</b>
<b><u>Seznam použité literatury</u></b> .....	<b>95</b>



## **Seznam tabulek**

<u><i>Tabulka 1 Výsledky velké privatizace</i></u>	<u>17</u>
<u><i>Tabulka 2 Rozdělení vlastnictví akciových společností</i></u>	<u>17</u>
<u><i>Tabulka 3 Organizace sekundárního trhu CP</i></u>	<u>45</u>
<u><i>Tabulka 4 Vývoj inflace v ČR</i></u>	<u>47</u>
<u><i>Tabulka 5 Počet nových emisí registrovaných dluhopisů v letech 1999-2002</i></u>	<u>51</u>
<u><i>Tabulka 6 Vývoj struktury držitelů státních dluhopisů (v procentech)</i></u>	<u>52</u>
<u><i>Tabulka 7 Typy burzovních obchodů</i></u>	<u>58</u>
<u><i>Tabulka 8 Podíl obchodů na HDP</i></u>	<u>60</u>
<u><i>Tabulka 9 Počet emisí a tržní kapitalizace na BCPP</i></u>	<u>60</u>
<u><i>Tabulka 10 Uvádění nových emisí na trh</i></u>	<u>65</u>
<u><i>Tabulka 11 Podmínky vstupu na hlavní trh BCPP</i></u>	<u>66</u>
<u><i>Tabulka 12 Podniky, fondy a kupónové body ve dvou vlnách kupónové privatizace</i></u>	<u>68</u>
<u><i>Tabulka 13 Největší investiční společnosti a jejich podíl na zisku kupónových bodů v první a druhé vlně kupónové privatizace</i></u>	<u>69</u>
<u><i>Tabulka 14 Vývoj počtu společností obchodovaných na BCPP</i></u>	<u>78</u>
<u><i>Tabulka 15 Časová náročnost uskutečnění IPO v České republice</i></u>	<u>86</u>

## Seznam grafů

<u><i>Graf 1 Struktura tržní kapitalizace dluhopisového trhu na pražské burze v roce 1998 podle druhu emitenta</i></u>	<u>48</u>
<u><i>Graf 2 Struktura tržní kapitalizace dluhopisového trhu na pražské burze ke dni 13.1.2004 podle druhu emitenta</i></u>	<u>49</u>
<u><i>Graf 3 Struktura držitelů státních dluhopisů k 31.12.2002</i></u>	<u>53</u>
<u><i>Graf 4 Vývoj ročních objemů obchodů dluhopisů na BCPP</i></u>	<u>56</u>
<u><i>Graf 5 Vývoj počtu obchodovaných dluhopisů na jednotlivých trzích PSE</i></u>	<u>59</u>
<u><i>Graf 6 Velikost trhu státních dluhopisů v Evropě</i></u>	<u>61</u>
<u><i>Graf 7 Podíl tržní kapitalizace státních dluhopisů na HDP</i></u>	<u>61</u>
<u><i>Graf 8 Likvidita a tržní kapitalizace na českém dluhopisovém trhu</i></u>	<u>63</u>
<u><i>Graf 9 Vývoj majetku spravovaného investičními fondy v mil. Kč</i></u>	<u>74</u>
<u><i>Graf 10 Vývoj tržní kapitalizace akcií a dluhopisů v poměru k HDP</i></u>	<u>76</u>
<u><i>Graf 11 Vývoj tržní kapitalizace akcií a dluhopisů na BCPP (v mld. Kč)</i></u>	<u>77</u>
<u><i>Graf 12 Vývoj likvidity (objem obchodů/HDP)</i></u>	<u>79</u>
<u><i>Graf 13 Vývoj likvidity (objem obchodů/tržní kapitalizace)</i></u>	<u>80</u>

# 1 Úvod

*„O českých kapitálových trzích se hovoří s vysokou frekvencí doma i v zahraničí. Žel, nejde o popularitu, která by nás mohla naplňovat obzvláštní pýchou“.<sup>1</sup>*

Kapitálový trh je jedním ze základních komponentů moderní kapitalistické společnosti a bez jeho fungování si lze činnost moderního finančního systému jen stěží představit. Je místem, kde dochází k interakci mezi deficitními a přebytkovými jednotkami, které zde poptávají, popř. nabízejí své volné zdroje. A i když důležitost, jakou kapitálových trh hraje v jednotlivých zemích vyspělého světa se liší, zejména v závislosti na historickém vývoji a převažujícím způsobů financování společností, bez jeho existence nemůžeme hovořit o plně rozvinuté a fungující ekonomice.

Současně se změnou, nejen ekonomického uspořádání, po roce 1989 započal proces obnovy českého kapitálového trhu, jako nedílné součásti nově vznikající demokratické společnosti. Kapitálový trh existoval již za první republiky, kdy se řadil mezi deset nejvyspělejších v celé Evropě. Nucené přerušení jeho existence, které trvalo více než padesát let však uvrhlo tento trh zpět do „kojeneckého“ stavu. V současné době dovršil kapitálový trh deset let své novodobé existence, což přímo vybízí ke zhodnocení vývoje posledních deseti let.

Cílem mé diplomové práce je analyzovat tento vývoj s přihlédnutím ke všem faktorům, které vznik a vývoj českého kapitálového trhu ovlivňovaly. Český kapitálový trh totiž prošel velmi zajímavým vývojem, kdy od postprivatizační euforie, během které počtem obchodovaných titulů překonal již stovky let fungující London Stock Exchange, se během několika let téměř stal, v očích široké veřejnosti, symbolem „tunelování“ a jiné finanční kriminality, až do dnešního období reálného a střizlivého hodnocení jeho existence.

Zvolený způsob privatizace, nedokonalé (nezralé) institucionální prostředí, omezené znalosti elementárních zákonů kapitálových trhů a odlišné záměry jeho jednotlivých účastníků, to vše způsobilo tuto dramatickou změnu pohledu na český kapitálový trh.

Takto nastíněný vývoj však nebyl stejný pro všechny jeho segmenty. V současné době trh dospěl do situace, kdy na jedné straně existuje dluhopisový trh, který na první pohled není nikterak objemný, v porovnání s námi kulturně a geopoliticky blízkými státy západní Evropy, jako je např. Rakousko, nicméně jde o trh, který má už několik stabilních segmentů a dochází

---

<sup>1</sup> Havel (1998)

na něm k průběžnému růstu obchodů a zvyšování likvidity trhu. Na druhé straně existuje trh akciový, na kterém se v současnosti významněji obchoduje jen několik málo titulů a množí se otázky o jeho budoucí existenci. Cílem práce je nejen popsat vznik a vývoj na obou těchto segmentech kapitálového trhu, ale i se zamyslet nad důvody, které k takto odlišnému vývoji vedly a co z nich plyne pro budoucnost.

První kapitola mé diplomové práce je zaměřena na samotný vznik kapitálového trhu. Je zde popsán a analyzován zvolený způsob privatizace se všemi důsledky, které takto zvolený typ měl pro budoucí existenci a vývoj trhu. Zároveň se soustředím na popis vzniku základních institucí kapitálového trhu, jako jsou BCPP, SCP a RMS a celkové zhodnocení institucionálního prostředí v době vzniku trhu.

Cílem druhé kapitoly, zabývající se podrobně regulací trhu a institucionálním prostředím, je popsat vývojové tendence v této oblasti. Často můžeme slyšet i z úst mnohých ekonomů, že zejména v úvodních letech existence trhu byla regulace příliš liberální a zaostávala za požadavky trhu, což mělo za následek značnou ztrátu kredibility a zpomalení rozvoje trhu. Otázkou zůstává, proč se tato ztráta týkala zejména akciového trhu, nikoliv již trhu dluhopisového?

Ve třetí kapitole se zabývám podrobným popisem vývoje dluhopisového trhu v České republice. Po obecné definici trhu dluhopisů se zaměřím na vývoj struktury emitentů a investorů a dále pak na rozvinutost jednotlivých segmentů tohoto trhu. Bude diskutován vliv emise státních dluhopisů na rozvoj trhu s komunálními, podnikovými a bankovními dluhopisy. Struktura a objem trhu bude konfrontován s vyspělými trhy západní Evropy.

V poslední, čtvrté kapitole, bude popsán vývoj akciového trhu a všechny oblasti kapitálových trhů, které s tímto vývojem souvisí. Zaměřím se zde na činnosti investičních privatizačních fondů, které do značné míry ovlivnily nejen celkový vývoj kolektivního investování u nás, ale i samotný akciový trh. Na závěr kapitoly budou diskutovány základní nedostatky současného akciového trhu, zejména pak příčiny neuskutečňování primárních emisí akcií – IPO.

## **2 Vznik českého kapitálového trhu**

### **2.1 Důvody existence**

Zabývá-li se kapitálovým trhem, je nutné si nejprve položit otázku, zda je tento trh nezbytnou součástí ekonomického systému či je jen určitým doplňkem, bez kterého se lze obejít. Je zřejmé, že pro vyspělé ekonomiky západního typu se může zdát tato otázka bezpředmětná, ale v období kdy český kapitálový trh vznikal se o jeho užitečnosti vedla debata.

Teorie vymezuje několik základních funkcí<sup>2</sup>:

- akumulární funkce: kapitálový trh zajišťuje koncentraci poptávky a nabídky volných finančních zdrojů
- alokační funkce: znamená redistribuci těchto volných zdrojů s přihlédnutím k preferencím jednotlivých investorů podle výnosu, rizika a likvidity
- obchodní funkce: dává investorům možnost v případě potřeby prodat nakoupené cenné papíry a získat tak zpět své zdroje. Fungující kapitálový trh by také měl zabezpečovat dostatečnou úroveň likvidity investičních instrumentů.
- cenotvorná funkce: je další velmi důležitou funkcí, kterou plní kapitálový trh. Určení správné, někdy též nazývané férové ceny, je jednou ze základních funkcí, kterou by kapitálový trh měl plnit. Na vyspělých kapitálových trzích je této funkci věnována značná pozornost a jakákoliv snaha ovlivňovat cenu finančního instrumentu je sankcionována. Je totiž zřejmé, že na trhu, kde jak drobní, tak institucionální investoři vystupují v pozici price takers má cenotvorná funkce značnou důležitost a každý takový trh musí být schopen zabránit všem snahám, vedoucím k její manipulaci. Je-li toho schopen, tak jako jsou schopny vyspělé kapitálové trhy, stává se cena finančního instrumentu základním prvkem analýz a vodítkem pro každého investora, což snižuje transakční náklady a pomáhá plynulému fungování kapitálového trhu.

---

<sup>2</sup> Jílek, J. (1997) – Finanční trhy

Sharpe, Alexander (1995) – Investice

Fuller and Farrel (1992) – Modern Investment and Security Analysis

Pro vznik a fungování kapitálového trhu je nezbytná existence základních subjektů, kteří na něm vystupují, tj. investora a emitenta. Jakkoliv se může tento požadavek zdát zjednodušující, je nutné si uvědomit, že bez oboustranného zájmu o kapitálový trh nelze zajistit jeho plné fungování se všemi pozitivními důsledky pro ekonomiku. Ztratí-li investoři důvěru v kapitálový trh a začnou vyhledávat alternativní formy investice svého majetku, lze jen těžko zajistit plnou funkčnost takového trhu.

Investorovo rozhodnutí (přebytková jednotka), kde své volné prostředky investovat, závisí na velikosti jeho bohatství a zejména na výnosu, riziku a likviditě spojené s konkrétní investicí. Aby investor využil služeb kapitálového trhu, musí mu trh nabízet výhodnější podmínky než ostatní alternativy.

Také emitent, naopak hledající volné zdroje, využije služeb kapitálového trhu, nabídne-li mu levnější možnost získání investičních zdrojů než například bankovní úvěr. Zejména ve vyspělých ekonomikách anglosaského typu je ve většině případů pro získání dlouhodobého kapitálu využíváno služeb kapitálového trhu.

Existence těchto řekněme primárních subjektů podmiňuje vznik i ostatních účastníků trhu, tj. finančních zprostředkovatelů, organizátorů primárních a sekundárních trhů, investičních bank a mnohých dalších subjektů v závislosti na stupni vývoje a rozsahu poskytovaných služeb kapitálovým trhem.

Po vymezení jednotlivých požadavků a funkcí kapitálového trhu je užitečné si uvědomit, jaké jsou základní přínosy plně funkčního kapitálového trhu pro ekonomiku.<sup>3</sup>

- vysoká výkonnost kapitálového trhu dlouhodobě zvyšuje výkonnost ekonomiky jako celku
- zajišťuje-li kapitálový trh dostatek investičních příležitostí (nabídka akcií a dluhopisů), nedochází k investicím do zahraničních investičních, podílových a penzijních fondů a nedochází k exportu úspor občanů
- firmy mají šanci získávat kapitál prostřednictvím kapitálového trhu a nejsou odkázány pouze na bankovní úvěry
- při absenci alternativních možností financování a nedosažitelnosti bankovního úvěru může docházet k utlumování činnosti firem s jak makroekonomickým tak sociálním dopadem pro společnost
- v neposlední řadě umožňuje kapitálový trh financovat státní dluh

---

<sup>3</sup> KCP – Návrh opatření zlepšujících fungování kapitálového trhu

Po zmínění hlavních přínosů fungujícího kapitálového trhu (samozřejmě, že na tomto místě by mohl výčet pozitiv kapitálového trhu pokračovat, což však není předmětem této práce), je zřejmé, že plně funkční kapitálový trh by měl být cílem a nedílnou součástí každé fungující tržní ekonomiky. Pro jeho existenci a bezproblémové fungování však musí být vymezena určitá pravidla, jak ze strany státu, tak ze strany samoregulujících se institucí tohoto trhu, která budou respektována všemi aktéry trhu a jejichž vynutitelnost bude garantována. A právě těmito vlastnostmi a požadavky na kapitálový trh se hodlám ve své práci zabývat.

## 2.2 Kupónová privatizace

*„Finanční trh se vytvořil jako výsledek užitého typu transformace ekonomiky a je touto skutečností poznamenán více než ostatní postkomunistické země střední Evropy“<sup>4</sup>*

Jak bylo zmíněno v minulé kapitole, fungující kapitálový trh je místem, na kterém dochází k dobrovolné interakci investorů a emitentů, kteří zde nabízejí, resp. poptávají volné finanční zdroje. Je tedy logické se domnívat, že prvotním popudem pro vznik takového trhu je zájem investorů a emitentů o tento trh, na jehož základě trh vzniká a obě strany jsou zároveň ochotny jej využívat a respektovat požadavky na ně kladené. Na tomto základě pak evolučně vzniká trh, na jehož vývoji a bezproblémovém fungování mají zájem všechny participující strany.

Český kapitálový trh, zejména trh akciový, nevznikl ale díky poptávce firem po zdrojích potřebných pro realizaci jejich záměrů, ale především díky produktu transformace naší ekonomiky z centrálně plánované na tržní – kupónové privatizaci. Její vliv na pozdější fungování českého kapitálového trhu je tak velký, že je podle mne při snaze o pochopení vývoje českého kapitálového trhu nutné se jak o samotném procesu, tak o základních důsledcích alespoň stručně zmínit.

### 2.2.1 Proces privatizace

Od období privatizace české ekonomiky a kupónové privatizace již uběhlo více než deset let a stále můžeme v literatuře nalézt rozdílné interpretace tohoto do značné míry unikátního a

---

<sup>4</sup> Zpráva vlády o stavu české společnosti, HN-příloha, 5.3. 1999

neopakovatelného procesu. Na čem se však všichni autoři shodují je nutnost jejího provedení. Rozcházejí se již však v hodnocení výběru metod a jejich provedení. Československo bylo v roce 1988 jednou z nejcentralizovanějších socialistických ekonomik, kdy 97% HDP<sup>5</sup> bylo produkováno státem vlastněnými podniky. Samotný proces privatizace obsahoval tři základní privatizační programy:

- restituce
- malá privatizace
- velká privatizace

První dvě metody však neměli na budování českého kapitálového trhu žádný podstatný dopad, a proto se jimi nebudu v této práci zabývat. Nejdůležitější metodou, která zásadně ovlivnila vznik a vývoj českého kapitálového trhu byla velká privatizace, jejíž základní metodou byla kupónová privatizace.

Detailní popis kupónové privatizace lze nalézt v mnoha odborných studiích. Detaily české privatizace popisuje Kotrba a Švejnar (1994)<sup>6</sup> nebo detailní popis kupónové privatizace lze nalézt ve shrnutí provedeném Laštovičkou, Marčincinem a Mejstříkem (1994)<sup>7</sup>, nebo Hanouskem (1996)<sup>8</sup>. Zde se pouze soustředím na stručný a obecný popis kupónové privatizace s cílem seznámit se základními výstupy tohoto procesu a s institucionálním prostředím, které z něj vzniklo a do značné míry ovlivnilo fungování českého kapitálového trhu.

Většina státních společností byla před kupónovou privatizací převedena na formu akciových společností a pomocí investičních kupónů rozdělena mezi jednotlivé investory. Tabulky 1 a 2 jednoznačně dokumentuje dominanci kupónové privatizace jak v procesu velké privatizace, tak i v rámci celé privatizace, kdy téměř jedna polovina všech akcií nově vzniklých akciových společností byla rozdělena mezi občany účastníci se kupónové privatizace.

---

<sup>5</sup> Mejstřík and Aggarwal (1992)

<sup>6</sup> Kotrba, Švejnar (1994)

<sup>7</sup> Laštovička, Marčincin, Mejstřík (1994)



**Tabulka 1 Výsledky velké privatizace**

Metoda převodu vlastnictví	Počet jednotek	Procent	Hodnota v mld. Kč	Procent
Veřejné aukce	514	6,8	5,8	0,7
Privatizační projekty	502	6,7	19,2	2,2
Přímé prodeje	1680	22,3	46,3	5,3
Akciové společnosti	1777	23,6	754,3	86,5
Bezplatné převody obcím a krajům	2318	30,8	30	3,4
Restituce	742	9,8	16	1,9

Zdroj: Ministerstvo privatizace, Česká republika (1993), použito Hanousek (1996)

**Tabulka 2 Rozdělení vlastnictví akciových společností**

Metoda převodu vlastnictví	Počet jednotek	Procent	Hodnota v mld. Kč	Procent
Pomocí kupónů	1664	93,6	343	45,5
Zahraniční investoři	92	5,2	14,02	1,9
Domácí investoři	148	8,3	13,52	1,8
Restituce	192	10,8	2,54	0,3
FNM – dočasné	602	33,9	139,01	18,4
FNM – permanentní	49	2,8	0,65	0,1
Finanční zprostředkovatelé	103	5,8	12,04	1,6
Obce a kraje	416	23,4	96,78	12,8
Ostatní	N/A	N/A	130,9	17,4

Zdroj: Ministerstvo privatizace, Česká republika (1993), použito Hanousek (1996)

Tohoto unikátního převodu majetku se účastnily téměř tři čtvrtiny<sup>6</sup> občanů starších 18 let a téměř dvě třetiny<sup>6</sup> všech investičních bodů byly umístěny prostřednictvím privatizačních fondů. Jak uvádí Dědek (1992)<sup>9</sup>, zdrženlivý až odmítavý postoj občanů ke kupónové privatizaci byl vystřídán celonárodní euforií v okamžiku, kdy se některé investiční privatizační fondy začaly podbízet potenciálním investorům, jak dokládá úryvky z dobového reklamního tisku.<sup>10</sup> Vznikl tak fenomén, který byl typickou vlastností vzniku českého

<sup>8</sup> Hanousek (1996)

<sup>9</sup> Dědek (1992)

<sup>10</sup> např.: „Vložíte-li svoji kupónovou knížku s investičními body do Harwardských investičních fondů, zaručujeme Vám, že po uplynutí jednoho roku a jednoho dne, co jste se stali našimi akcionáři, budete-li si to přát, odkoupíme od Vás tyto akcie za minimálně 10.350 korun, tj. za desetinásobek pořizovací hodnoty“ (Harward Capital & Consulting); nebo „Odkoupení akcií za desetinásobek pořizovací ceny si Vám nedovolíme vůbec nabídnout, neboť cena našich akcií bude za rok mnohem vyšší a nemusíte být zrovna absolventem renomované univerzity, abyste si to spočítali“ (Pivovarský fond Radegast v narážce na reklamní slogany Harwardských investičních fondů a osobu Viktora Koženého).

kapitálového trhu - investiční privatizační fondy. Význam těchto fondů v procesu kupónové privatizace je značný. Deset největších privatizačních fondů kontrolovalo 51%<sup>9</sup> všech investičních kupónů a získalo tak podstatnou část české ekonomiky. Fakt, že většina z deseti největších privatizačních fondů byla založena bankami (většinou státem vlastněnými), vážně ovlivnil budoucí vývoj českého kapitálového trhu. Tento vývoj bude předmětem analýzy v kapitole zabývající se fenoménem investičních privatizačních fondů v rámci českého kapitálového trhu.

Kromě individuálních investorů a investičních privatizačních fondů vstoupil do procesu privatizace a následně do vývoje celého kapitálového trhu další důležitý subjekt; a to Fond národního majetku. Zejména v postprivatizačním období kontroloval značnou část majetkových podílů v dosud nezprivatizovaných společnostech. Česká ekonomika vykázala po ukončení masového privatizačního programu v rámci zemí s přechodovou ekonomikou jeden z největších podílů soukromého vlastnictví na HDP. Ve skutečnosti se však nejednalo o soukromý sektor v čisté podobě. To, co bylo ve statistikách vykazováno jako „privatizovaný majetek“, resp. jako soukromý majetek, představovalo ve skutečnosti značně heterogenní množinu různorodých vlastnických uspořádání, kde vlastníci mohli být soukromí, ale i veřejní. „Privatizované“ mohlo tedy věcně znamenat převedené z bezpodílového vlastnictví státu do podílového vlastnictví, a to buď veřejného nebo soukromého. Ukázalo se tak, že rozsáhlou část privatizovaného majetku nadále vlastnil stát, a to prostřednictvím FNM. Dalším faktem bylo, že společnosti, ve kterých si stát záměrně ponechal maximálně 47-48% majetkového podílu, byly vykazovány jako soukromé, přestože je kontroloval stát.

FNM se tak podílel na řízení společností nikoliv díky své motivaci aktivně řídit společnost za účelem jejího budoucího rozvoje, ale řízení společnosti byl spíše jen vedlejší produkt zbylé části státního majetku. FNM nikdy nevytvořil specializované útvary na řízení spravovaných společností a nakonec sdílel tyto pravomoci s ministerstvy.

### **2.2.2 Privatizace a corporate governance**

Problematika corporate governance je v současném moderním finančním světě jednou z klíčových oblastí korporátního práva a následně i kapitálového trhu. Proto si myslím, že je důležité tuto oblast zmínit při analýze vzniku českého kapitálového trhu. Corporate governance – neboli efektivní správa korporací je důležitou oblastí, neboť korporace jsou místem, kde se soustřeďuje a působí moc soukromého sektoru. Problematika související se správou a řízením korporací se tak v souvislosti s přechodem vlastnictví z rukou státu do

soukromých stala v tranzitivních ekonomikách nanejvýš aktuální. Následný vývoj ukázal, že této problematice nebyla v počátečních letech věnována dostatečná pozornost. Problémy vlastnické správy korporací se v objevily již v první polovině devadesátých let, kdy se bývalé státní podniky přeměňovaly na společnosti s podílovým, akciovým kapitálem. Spolu s tímto přechodem tak vznikl problém, jak takové společnosti vlastnicky spravovat. Program masové privatizace rozdělil vlastnictví bývalých státních podniků mezi celou řadu jednotlivců a skupin, kteří museli posléze svěřit odpovědnost za řízení podniku „profesionálnímu“ manažerovi. Současně však tito vlastníci museli nalézt způsob, jak tyto manažery motivovat k tomu, aby řídili podnikání v jejich zájmu a způsob, jak zajistit, aby tomu skutečně tak bylo. Zajištění toho, aby byly podniky vedeny zájmy svých vlastníků představuje problém corporate governance. Jestliže vy vyspělých ekonomikách je tato oblast významnou, tak v přechodových ekonomikách se stává téměř klíčovou, protože nedostatek domácí podnikové kultury, mlhavé právní předpisy a omezené možnosti vynutitelnosti práva ukazují na fakt, že vybudování mechanismů, které by usměrňovaly chování společností, je jedním ze základních úkolů každé ekonomiky.

A právě podcenění úlohy corporate governance v postprivatizačních letech může vést ke ztrátě důvěry v kapitálový trh jako celek a k přechodu k jiným formám investic, což v konečném důsledku může znamenat odliv úspor domácích subjektů na zahraniční kapitálové trhy. Problematikou corporate governance v postprivatizačních letech se zabývám v kapitole věnované IPF.

### **2.2.3 Důsledky privatizace**

Jednou z největších obav jak konstruktérů, kupónové privatizace, tak odborné veřejnosti, byla obava plynoucí z vysokého rozptýlení nových vlastníků a z toho plynoucí nedostatečná schopnost výkonu vlastnických práv a efektivního corporate governance.

V obecné rovině lze s takto vyslovenou obavou souhlasit, neboť vysoké rozptýlení vlastnických práv může obecně vést k nedostatečné kontrole výkonných orgánů společnosti, kteří při správě společnosti mohou sledovat své vlastní zájmy, nikoliv zájmy minoritních akcionářů. Na druhou stranu je nutno poznamenat, že ani vysoká koncentrace akciových podílů sama o sobě nevede k efektivní správě společnosti. Jestliže tedy existovala obava, že kupónová privatizace povede k rozptýlení vlastnictví mezi velké množství malých akcionářů a nedojde k vytvoření dostatečného tlaku na změnu chování managementů a výkonnosti privatizovaných podniků, musíme si zároveň uvědomit, že forma privatizace, která naopak

vede k vytvoření vysoké koncentrace majetku, zejména díky činnosti investičních privatizačních fondů, také sama o sobě nezaručí efektivní corporate governance.

Cílem privatizace by totiž neměl být určitý stupeň koncentrace, od kterého již můžeme mluvit o záruce efektivního corporate governance, ale samotná efektivní správa společnosti by měla být tím cílem, který proces privatizace musí sledovat. A jak se v procesu české privatizace ukázalo, není jisté, zda byl tento cíl novými majiteli sledován.

Existovala-li tedy na začátku procesu kupónové privatizace obava z vysoké dekoncentrace majetku, dovolím si zde vyslovit hypotézu, že větší nebezpečí pro nově vznikající český kapitálový trh naopak plynulo z vysoké koncentrace majetku mezi několik hlavních privatizačních fondů, kteří se v podmínkách institucionální nezralosti nemusí chovat jako „praví“ vlastníci a sledují jiné cíle, než maximalizace hodnoty akcie pro všechny akcionáře. Sama snaha o ovládnutí kontroly nad spravovanou společností nebyla zavrženíhodná. V mnohých případech panovala mezi starými managementy a fondy nedůvěra. Managementy podniků měly často obavy, že se fondy zmocní aktiv podniku a použijí je k uspokojení krátkodobých zájmů svých akcionářů bez ohledu na budoucí rozvoj podniku. IPF se naopak obávaly chování managementů směřujícího k vlastnímu obohacení. Obě tyto strategie lze v postprivatizačním období v českém prostředí pozorovat. Na druhou stranu je třeba říci, že existovaly i fondy, které tyto změny vedly ve skrze dobrém úmyslu a mnohdy se staly kvalitnějšími vlastníky, než předchozí managementy. Jedná se zejména o bankovní fondy, které ať již díky své strategii, či větší připravenosti a kvalifikovanosti svých nových managerů, mnohdy dokázaly přetransformovat společnost a kvalitně ji spravovat ve prospěch svých akcionářů.

Kupónová privatizace tak vygenerovala specifický systém, kdy na jedné straně stojí drobní akcionáři a na straně druhé dochází k vysoké koncentraci majetku mezi největší institucionální investory, zejména investiční privatizační fondy. V mnohých případech pak vyústil český privatizační program v poměrně úzký vztah mezi podniky, investičními společnostmi a fondy, bankovním systémem a finančními trhy. Složitá spleť vlastnických vztahů postavila manažery, velké akcionáře a ostatní insidery do výhodné pozice a umožnila jim zaujmout specifickou roli, často na úkor ostatních akcionářů.

Jak další vývoj ukázal, po kupónové privatizaci následovala další koncentrace majetku a to prostřednictvím obchodů prováděných na nově vznikajícím kapitálovém trhu. Hlubší analýza vývojových tendencí na českém kapitálovém trhu a chování investičních privatizačních fondů bude provedena v následujících částech práce.

## **2.3 Vznik institucí kapitálového trhu**

### **2.3.1 Burza cenných papírů Praha**

Pražská burza cenných papírů byla založena jako akciová společnost dne 24. listopadu 1992. Zakládajícími členy bylo dvanáct peněžních institucí a pět brokerských firem. Členem burzy se mohou stát tuzemské právnické i fyzické osoby obchodující s cennými papíry. ČNB je členem BCPP ze zákona. Samotný proces obchodování začal 6. dubna 1993 avšak pouze se sedmi tituly (vládními a podnikovými dluhopisy) při objemu obchodu ve výši dvou miliónů Kč. Jako clearingové centrum sloužilo clearingové centrum České národní banky. V prvním období, do června 1993, se obchodovalo pouze s devíti dluhopisy. Docházelo však k postupnému nárůstu objemu obchodů. V návaznosti na první kolo kupónové privatizace (květen 1993) bylo dne 22. června 1993 na trh uvedeno 622 titulů. Další 333 titulů společností zprivatizovaných v první vlně kupónové privatizace bylo uvedeno na trh dne 13. července téhož roku. Až do 2. listopadu však obchodování probíhalo pouze jedenkrát týdně. Později bylo umožněno obchodovat třikrát týdně a od 19. září 1994 se na burze obchodovalo již denně. Od 1. března 1995 se začaly obchodovat i akcie podniků zprivatizovaných ve druhé vlně kupónové privatizace a počet titulů obchodovaných na pražské burze dosáhl astronomického čísla 1699 titulů.

### **2.3.2 RM-systém**

RM-systém (RMS) vznikl jako akciová společnost, jejíž primárním úkolem byla organizace sekundárního mimoburzovního akciového trhu a stal se jakýmsi logickým vyústěním kupónové privatizace. Jeho zakladatelem byla společnost PVT, která obdržela licenci pro organizování akciového trhu dne 19. března 1993. Samotné obchodování začalo 24. května téhož roku. Na rozdíl od BCPP není RMS založen na členském principu. Kdokoliv mohl využít služeb RMS prostřednictvím jednoho z více než tří set obchodních míst rozmístěných po celé České republice. Pro vytvoření sítě RMS byla využita již existující síť, která sloužila jako registrační místa pro kupónovou privatizaci. Od založení RMS mohly být akcie obchodovány v periodických aukcích, které se konaly každé dva až tři týdny. Během tohoto období systém akumuloval prodejní a nákupní příkazy, které byly pomocí počítačového algoritmu vypořádávány. Tyto příkazy mohly obsahovat určité speciální požadavky. K nejdůležitějším a nejfrekventovanějším patřily limity na cenu. Během roku 1994 se způsob

obchodování změnil z periodických aukcí na kontinuální aukce, které začaly dne 2. února 1994 s pouze jedním obchodním dnem v týdnu. Během března až července byl postupně zvyšován počet obchodních dnů, až dne 5.zář 1994 došlo k rozšíření obchodování na každý pracovní den. Obchodování v periodických aukcích bylo zrušeno koncem roku 1994.

Cenový mechanismus RMS je nastaven tak, aby maximalizoval objem obchodů. Existuje však omezení přípustné změny ceny oproti minulému období. Toto pásmo je 10% oproti průměrné ceně posledního obchodního dne. Výsledky obchodování jsou uveřejňovány každý den po skončení obchodování okolo 16 hodiny. RMS publikuje následující data : otevírací a uzavírací cena, minimální a maximální cena společně s množstvím akcií obchodovaných při těchto extrémních cenách, dále pak celkový počet obchodovaných akcií a celkový objem obchodů. Poslední publikované údaje se týkají průměrné ceny a přípustné velikosti změny ceny pro následující obchodní den.

Stejně jako BCPP, i RMS, denně publikuje svůj oficiální index nazvaný PK30, který je konstruován stejným způsobem jako PX50. Index byl poprvé zveřejněn 3.května 1994 s výchozí hodnotou 1000. Do indexu PK30 jsou zařazeny tituly s největší tržní kapitalizací a zároveň s vysokou likviditou.

### **2.3.3 Středisko cenných papírů**

Středisko cenných papírů (SCP) je instituce založená Ministerstvem financí České republiky. Hlavním úkolem SCP je registrace všech zaknihovaných cenných papírů. SCP vede a udržuje účty pro jednotlivé tituly a registruje všechny transakce s nimi provedené. Zde je nutné uvést, že drtivá většina akcií společností privatizovaných kupónovou privatizací měla podobu zaknihovaných akcií.

SCP však kromě svého hlavního poslání, popsaného v minulém odstavci, nabízí i možnost obchodovat s akciemi na přepážkách SCP. Kterékoliv dvě osoby mají možnost na základě své dohody o objemu a ceně uskutečnit transfer akcií z jednoho vlastnického účtu na druhý. Na rozdíl od RMS nebo BCPP, SCP nenese žádnou odpovědnost za provedení platby mezi zúčastněnými stranami. Výhodou takto provedeného obchodu byly i nižší transakční náklady v porovnání s RMS. Vzhledem k tomu, že ve všechna obchodní místa RMS sloužila zároveň jako SCP, byla možnost obchodování prostřednictvím SCP s oblibou využívána. Tato funkce SCP byla pozitivní u titulů, které svými vlastnostmi nebyly určeny k obchodování na veřejném trhu. Veřejný trh, by totiž měl být jakýmsi vrcholem, který se svými charakteristikami blíží dokonalému trhu a přístup na něj by měl být omezen vstupními

pravidly tak, jak je tomu ve státech s vyspělým kapitálovým trhem. V době po privatizaci získaly všechny akcie privatizovaných společností titul veřejné obchodovatelnosti a nově vznikající kapitálový trh byl těmito tituly přímo zahlcen. SCP pak sehrálo pozitivní funkci v převodu těchto akciových podílů na nové vlastníky. Druhým typem obchodů prostřednictvím SCP se stalo obchodování s velkými balíky akcií. I na vyspělých kapitálových trzích totiž majoritní vlastník zpravidla nezískává svůj podíl prostřednictvím veřejného trhu, ale spíše trhu neveřejného, kde si sami aktéři mohou stanovit cenu za akcii, která je mnohdy vyšší než na veřejném trhu o majoritní prémii.

Role SCP, jako vhodného doplňku k prestižnímu, veřejnému trhu byla tedy zejména v období tzv. třetí vlny privatizace nezastupitelná. Obchodování prostřednictvím SCP je konkurencí trhu veřejnému, který by kvalitou svých služeb a obchodovaných titulů měl postupně přesvědčovat jednotlivé subjekty kapitálového trhu k jeho častějšímu využívání.

### **2.3.4 Porovnání jednotlivých trhů**

Předchozí subkapitoly popisovaly vznik, institucionální strukturu a pravidla obchodování na jednotlivých segmentech českého kapitálovém trhu. V této části se stručně pokusím o porovnání jednotlivých trhů zejména z pohledu investora, který chce trh využít pro uskutečnění svého transferu.

Vzhledem k rozmanitým možnostem, které mohl každý akcionář využít pro nákup nebo prodej svých akcií, je zajímavé se podívat na faktory ovlivňující jeho rozhodnutí, kterého trhu využije. Dva základní faktory, které ovlivňují rozhodnutí každého investora jsou dostupnost trhu a transakční náklady spojené s obchodem. Při posuzování obou kritérií docházíme k rozdílnému závěru pro drobné investory a pro investory institucionální.

Pro drobného investora, vzhledem k vysoké dostupnosti obchodních míst RMS, jednoduchosti obchodování se i přes vyšší transakční náklady než při použití BCPP RMS stal velmi populární zejména při prodeji drobných akciových podílů získaných při kupónové privatizaci. Na rozdíl od závěrů, ke kterým dochází Laštovička, Marcinčin a Mejstřík (1994)<sup>11</sup> ve své studii. Podle jejich výpočtů je obchodování pomocí RMS, i přes jeho snahu vystupovat jako burza malých investorů, při malých objemech obchodů dražší než služby BCPP. Podle zmíněné studie jsou služby RMS výhodnější pro objemy obchodů vyšších než jeden milión korun, což je v dramatickém rozporu se snahou stát se burzou malých investorů.

---

<sup>11</sup> Laštovička, Marcinčin, Mejstřík (1994)

Tento postup však již neplatí pro drobné investory, kteří vstupují na kapitálový trh se záměrem investování svých volných zdrojů za účelem jejich budoucího zhodnocení a stejně tak i pro institucionální investory, kteří buď jsou sami členy burzy, nebo využívají služeb mnoha brokerských firem, kteří upřednostňují BCPP, zejména díky nižším transakčním nákladům.



### **3 Regulace a institucionální prostředí**

Kapitálový trh, jak bylo uvedeno v úvodní kapitole, je místem, na kterém dochází ke střetávání přebytkových a deficitních subjektů, které se pomocí něj snaží poptávat, popř. nabízet své zdroje. Aby takovýto trh mohl hladce fungovat, musí na něm existovat dostatečný počet subjektů, kteří si jej zvolí jako prostředek pro uspokojení svých ekonomických potřeb. K tomu, aby si jej vybraly musí kapitálový trh splňovat několik základních podmínek. První z nich, a do značné míry tou nejdůležitější je, aby v případě vstupu na něj bylo zaručena existence základní norem, které brání „nekalým praktikám“ na kapitálovém trhu, které obecně vedou k obohacení pouze některých účastníků, na úkor druhých. Druhou důležitou funkcí, kterou kapitálový trh musí zajistit, je dodržování těchto norem. A právě poptávka po existenci a vynucování psaných a mnohdy i nepsaných pravidel vedla, téměř u všech vyspělých kapitálových trhů, ke vzniku dozorčího orgánu, ať již státního, či nezávislého (státem zřízeného). S trochou nadsázky lze oblast kapitálových trhů ve vyspělých zemích označit za jedno z „nejvíce regulovaných odvětví“. V této části se pokusím odpovědět na otázku, co způsobuje tak velkou míru zásahu státu do této oblasti a jaké jsou pro to důvody na ilustrativním příkladu České republiky v první polovině devadesátých let.

Zejména na začátku devadesátých let, byl u nás pojem regulace mnohdy vykládán jinak, než je pravý význam tohoto slova. Regulace a s ní související dozor znamená stanovení určitých pravidel a následná kontrola jejich dodržování. Při porušování těchto pravidel či neplnění povinností by měla následovat předem stanovená sankce. Slovo regulace není v žádném rozporu se svobodným kapitalismem, nebo liberalismem, jak jsme se mohli mylně domnívat, na základě některých projevů na začátku procesu transformace a formování českého kapitálového trhu. Na míru regulace však existují i mezi odborníky rozdílné názory. První skupina, která obhajuje zásahy státu, uznává alespoň jednu ze tří základních funkcí veřejných financí (alokační, redistribuční, stabilizační). Hlavní důvody pro větší míru regulace jsou následující:

- Finanční aktivity se odlišují od běžných ekonomických aktivit – podle nich finanční instituce zprostředkovávají platební styk a vytvářejí specifický druh zboží – peníze – a výrobce tohoto strategického zboží nemůže být ponechán bez kontroly. Navíc je tato

oblast náchylná k tzv. bankovní nákaze, kdy po krachu jedné banky mohou následovat problémy dalších finančních subjektů

- Asymetrie informací – tvrdí, že ti kdo přinášejí do finančních institucí nejvíce peněz (drobní vkladatelé), mají nejméně informací
- Specifická struktura aktiv a pasiv finančních institucí – zdůrazňují, že dochází k financování dlouhodobých aktiv z krátkodobých zdrojů
- Mnohé instituce v tomto odvětví nehospodaří s vlastními, ale se svěřenými penězi (pasiva některých institucí tvoří až z 97% cizí zdroje)
- Ve finančním světě obecně existuje vyšší náchylnost k „podvodům“ – a regulace se snaží ochránit klienta před např. klamavou reklamou, nebo diskriminací a podvodnými transakcemi

Druhá skupina naopak uvádí následné důvody proti přílišné regulaci odvětví:

- kritika snahy nahrazovat selhání neviditelné ruky trhu viditelnou rukou státu, neboť je omezena konkurence na finančním trhu a může docházet k narušování přirozeného tržního prostředí
- zvyšuje se riziko účastníků na kapitálovém trhu z důvodu měnících se podmínek kladených státem a subjekty se nejsou schopny racionálně rozhodnout
- zvyšují se náklady na obchodování na kapitálovém trhu, které v konečném důsledku nese klient

Podle zastánců tohoto názoru by měly být státem stanoveny pouze základní právní předpisy a jinak by měl být trh ponechán působení konkurence, která nejlépe chrání investory. Mezi hlavní představitele této teorie patří především ekonomové „školy veřejné volby“ (např. G. Stigler, J. Buchanan). Podle nich korporace vítají regulaci, neboť tato je chrání před riziky dynamické konkurence a dožadují se jí pomocí svých lobby. Tento tlak na regulaci vychází z již existujících investičních bank a firem cenných papírů. Regulované objekty pak „zajmou“ a ovládnou regulaci odvětví, čímž ztěžují svobodný přístup do odvětví. Regulace tak ochraňuje stávající účastníky před dalšími konkurenty. Jakkoliv se tato teorie může na první pohled zdát přitažlivou, pokusím se v několika bodech ukázat hluboký omyl, který nastal při aplikaci této teorie na vznikající český kapitálový trh.

V době vzniku českého kapitálového trhu se objevili představitelé obou názorových koncepcí. Jedni tvrdili, že mladému a rozvíjícímu se trhu je třeba ponechat větší volnost,

aby mohlo rychle dojít k potřebné restrukturalizaci vlastnictví. Tento názor má jistě své opodstatnění a je asi pravdou, že již od počátku prosazovaná vyšší míra regulace by zřejmě zpomalila některé procesy probíhající při transformaci naší ekonomiky. Koncept přísné regulace již od počátku vzniku trhu se totiž „jaksi“ neslučoval se zvoleným systémem transformace pomocí kupónové privatizace a investičních privatizačních fondů. Na druhou stranu je nutno dodat, že důsledky výběru této formy „regulace“ či spíše neregulace našeho novorozence měly dalekosáhlé důsledky. Na začátku transformace totiž zvítězila koncepce reprezentovaná skupinou ekonomů okolo Václava Klause, který zřejmě považoval kapitálový trh jen za jakýsi prostředek potřebný k úspěšnému dovršení kupónové privatizace. Na druhé straně se však postupně začaly objevovat opačné názory prosazující státní zásahy do oblasti kapitálového trhu. Podle těchto názorů musí na trhu existovat a být vynucována určitá pravidla vymezující chování účastníku do určitých mantinelů. Jak uvádí ve své práci Havel (1995) : *„skutečností je, že český kapitálový trh je natolik liberální, až vyprovokoval k návrhům na jeho regulaci i T. Ježka, který byl po dlouhá léta praporečkem českého liberalismu“*. Na kapitálovém trhu totiž probíhají procesy svou povahou natolik specifické a citlivé vůči poruchám správného chování účastníků, že zde stát musí zesílit svůj donucovací aparát a přizpůsobit ho zejména zvláštnostem tohoto segmentu. Faktem je, že mnoho zahraničních investorů nezaložilo u nás společné firmy právě proto, že je trápila neujasněnost tuzemských postkupónových vlastnických vztahů. I když pomineme všechny ztráty vznikající při neprůhledných machinacích, utrpěl český kapitálový trh a v neposlední řadě i instituce spravující soukromé prostředky drobných investorů, tedy občanů, hned na počátku svého vývoje další značnou újmu a to ztrátu důvěry a s pošramocenou pověstí se potýkal a v podstatě ještě potýká dodnes. Zastáncům regulace dal za pravdu i vývoj trhu v prvních několika letech, kdy jej začali postupně opouštět zahraniční investoři, preferující standardní podmínky před divokými a nikým nekontrolovanými postupy. Je tedy jasné, že kapitálový trh potřebuje pro svou existenci nejen kvalitní institucionální prostředí, ale i určitou míru regulace a vynutitelnost; dodržování právních norem.

### 3.1 Cíle regulace a efektivita práva

Základním cílem regulace je pomoci učinit kapitálový trh:

- konkurenční
- likvidní
- efektivní
- důvěryhodný

Aby byl kapitálový trh dostatečně konkurenční, je nezbytná kvalitní právní úprava, ve které by nemělo chybět řešení zejména těchto otázek

- minimální výše kapitálu pro založení firmy cenných papírů
- podmínky pro udělení licence firmám cenných papírů
- kapitálová přiměřenost i pro firmy cenných papírů
- garanční fond
- dozor nad aktivitami firem cenných papírů
- morální a etické kodexy

Pro konkurenceschopnost trhu je dále nutno zabezpečit všem subjektům dostatek relevantních informací. Emitent proto musí vypracovat prospekt cenného papíru, ve kterém podává základní informace o sobě a emisi jako takové. Rovněž by měl ohlašovat jakoukoliv novou, kurzotvornou informaci a pravidelně zveřejňovat výsledky hospodaření. Dále musí existovat antimonopolní opatření, zabraňující vzniku monopolů a umožňující, po splnění určitých požadavků, přístup do odvětví pro domácí i zahraniční subjekty. Pro zajištění dostatečně kvalitních informací je velmi důležitá činnost ratingových agentur, které průběžně vyhodnocují bonitu jednotlivých emitentů a výsledky poskytují široké investorské veřejnosti. O problémech legislativy a informační povinnosti v České republice budu pojednávat v další části této kapitoly.

Dalším cílem regulace je zajistit co největší likviditu trhu. Na likvidním trhu jsou minimalizovány časové a transakční náklady. Zvýšení likvidity kapitálových trhů lze dosáhnout například zvýhodněním podmínek pro zahraniční investory nebo nepřímo, prostřednictvím zkvalitnění infrastruktury obchodování (transparentní a bezchybný obchodní systém na burze, kontinuální obchodování, apod.) Likvidita kapitálového trhu v České

republike byla v porovnání s okolními zeměmi a vyspělými trhy zejména u akciového trhu poměrně nízká a navíc vykazovala sestupnou tendenci. Vývoj likvidity jak na dluhopisovém, tak na akciovém trhu probírá v kapitolách o vývoji akciového a dluhopisového trhu. Zde pouze uvedu, že pro zvýšení likvidity na našem trhu je nezbytná účast zahraničních investorů, kteří jsou zvyklí na určité standardy platné na vyspělých trzích a výnos z investice na našem trhu mnohdy neodpovídal podstupovanému riziku. Cílem regulace je tedy snaha o průběžné zkvalitňování institucionálního prostředí.

Neméně žádanou vlastností každého trhu je efektivita trhu. Efektivní trh je takový, kde se skutečné kurzy cenných papírů výrazně neodchylují od „správných“ kurzů, odrážejících reálnou situaci společnosti. Rozdíly samozřejmě existují i na vyspělých kapitálových trzích, u nás se však v některých případech jednalo o extrémní disproporce.

Kurzy cenných papírů rychle, během několika minut, reagují na nové, neočekávané informace. Na efektivním trhu není možné manipulovat s kurzy. Zefektivnění trhu je možné dosáhnout několika způsoby, např. liberalizací pohybu kapitálu mezi zeměmi nebo snížením zdanění. Aplikujeme-li teorii efektivních trhů na český akciový trh, můžeme, jak později ukáží, zejména pro ranný stupeň vývoje vidět vysokou neefektivitu trhu, zejména co se kurzotvorného procesu na akciovém trhu týče.

Jestliže konkurence, likvidita a efektivnost jsou požadovanými vlastnostmi každého kapitálového trhu, tak bez té poslední-důvěryhodnosti, trh nemůže vůbec existovat. V dnešním moderním finančním světě je důvěra základní a nepostradatelnou vlastností každého fungujícího trhu. Důvěryhodný finanční trh lze definovat tak, že na něm mají všechny subjekty stejné postavení a podmínky. Nikdo nemá lepší informace a nemůže manipulovat s kurzem. Pro zajištění důvěryhodného trhu je nezbytné postupně budovat opatření zamezující nelegálním obchodům. Právě důvěryhodnost je velmi důležitá vlastnost, která bohužel chyběla a do jisté míry chybí dodnes. Trh ji ztratil především díky velkému výskytu pololegálních aktivit, jimž teprve rozvíjející se legislativa a mnohdy absentující dozor nedokázaly zabránit. Mezi nejznámější druhy nelegálních obchodů patří:

- insider obchody – základem tohoto obchodu je využití tajné, dosud nezveřejněné informace, kterou zná pouze úzký okruh lidí. Insider obchody se týkají zpravidla informací, které se nedají odhalit běžnou analýzou. Insider obchody je velmi těžké podchytit a zřejmě budou existovat vždy a všude. Jak uvádí Havel (1995), kdy hodnotí kvalitu informovanosti na rozvíjejícím se českém kapitálovém trhu : „*Věc je samozřejmě relativní: ani na nejvyspělejších trzích nepotkáte investory, kteří by byli s rozsahem informací zcela spokojeni.*

*A nejúspěšnější osoby na kapitálovém trhu jsou téměř vždy podezřívány z insider trading“.* Cílem regulace je tedy průběžně monitorovat a zveřejňovat co možná nejvíce relevantních informací tak, aby riziko insider trading bylo minimalizováno.

- transakce zaměřené na manipulaci s kurzem – druhou skupinu nelegálních či pololegálních obchodů tvoří obchody směřující k manipulaci s kurzem za účelem obohacení pouze určité skupiny osob. Mezi základní patří:

„Prací prodej“ – který v podstatě není žádným prodejem. Jedná se pouze o imaginární obchod, jehož cílem je uskutečnění ztráty pro daňové účely nebo snaha oklamat někoho, kdo měl začít věřit, že došlo ke změně tržní ceny. Protože podvodný obchodník, který se snaží nakoupit za nižší než tržní cenu, zařídil nejprve pomocí různých brokerů prodeje těchto cenných papírů. Samozřejmě, že ceny těchto prodejů byly veřejně zaznamenány. To vytvořilo iluzi, že ceny akcií poklesly. Po této machinaci již mohl investor nakoupit akcie za mnohem nižší cenu, než byla cena původní, od původních vlastníků, kteří vůbec netuší, že nízké ceny byly generovány pomocí prací prodejů. Tento typ obchodů byl označen za nelegální typ transakcí americkým zákonem o burzách cenných papírů již v roce 1934 a ti, kteří by se jej snažili používat, mohou být odsouzeni. Zejména v prvních letech postprivatizačního boomu na našem kapitálovém trhu, existovaly situace, že některé pohyby akciových kurzů, nebyly způsobeny pouze na základě finanční situace společnosti a existovala mnohá podezření na manipulaci s kurzem akcie pomocí majoritních vlastníků za účelem snížení hodnoty akcie.

Vytváření nelegálních obchodních skupin – má za cíl manipulovat s kursy finančních instrumentů. Když je cíl splněn, je skupina zrušena. V těchto skupinách bývají sdružení nejen ti, kteří mohou poskytnout potřebný kapitál, ale i ti, kteří dodávají potřebné, často neveřejné informace, či zajišťují průběh operace skupiny. Podstata této operace spočívá v tajném, tichém skupování cenných papírů až do doby, než skupina vlastní převážnou většinu konkrétních cenných papírů. Pak pomocí najatých brokerů, veřejných médií a „odborných“ analytiků doporučují nákupy daných cenných papírů, a tím zvyšují poptávku po nich. Když cena dosáhne požadované úrovně, začne skupina své zásoby rozprodávat. Rozprodávání je však prováděno postupně a diskrétně, aby

nedošlo k utlumení vlny optimismu. Zisky vydělané z této hry, jsou pak čistou ztrátou osob nesdružených ve skupině.

Čeření – je dalším typem podvodného jednání, jemuž by regulace měla zabránit nebo alespoň minimalizovat riziko jeho výskytu. Jedná se o zneužití důvěry zákazníka a profitování z častých operací realizovaných pro klienta. Brokerské firmy získávají provizi z každého nákupu nebo prodeje svého klienta bez ohledu na výsledek operace. Předloží-li broker klientovi „horký tip“ (většinou bezcenný), motivuje ho k nákupu nebo k prodeji, při kterých získává provizi. Broker se tedy neustále snaží „čertit“ klientův účet. Čeření je velmi běžný a také relativně bezpečný způsob pro brokery, jak získat nebo lépe řečeno ukrást kapitál z účtu svých klientů. Problémem takovýchto transakcí je, že klient jen velmi těžko dokazuje úmysl brokera. Je-li však takovýto podvod ve světě odhalen, je stíhán podle zákona o burzách cenných papírů.

V České republice se o ztrátu důvěryhodnosti investorů postaraly především nelegální aktivity spojené s převody majetku z různých společností na soukromá konta jednotlivců. Příznačný pojem „tunelování“ se začal používat i v mezinárodní praxi. Prakticky se jedná o skryté rozkradení majetku firmy či fondu z pozice majoritního vlastníka nebo manažera. Takový majoritní akcionář nejprve nahradil statutární či dozorčí orgány společnosti spřízněnými osobami, poté založil dceřinou společnost, kterou zapojil do dodavatelsko-odběratelských vztahů tak, že dceřinná společnost postupně odsávala majetek původního podniku. Problémem bylo, že většina těchto společností byla převedena na formu akciové společnosti a „vhozena“ na kapitálový trh, kde došlo k podvedení mnoha minoritních akcionářů a postupně ztrátě důvěry v kapitálový trh. Při složitém propletení majetkových vztahů je však prokazování záměru velmi obtížné. Je ovšem nutno poznamenat, že i při sebelepší legislativě vstupuje do hry ještě jeden faktor, a to vynutitelnost práva. Fakt, že většinový názor populace je, že podvodníci a tuneláři jsou prakticky nepostižitelní, svědčí o nedokonalosti vynutitelnosti práva. Tato oblast již sice přímo nesouvisí s rolí regulátora kapitálového trhu, spíše se týká policie, soudů a práce státních zástupců, přesto důsledek jejich práce, či spíše „nepráce“ měl hluboký vliv na nově se rodící kapitálový trh.

Jak bylo ukázáno, existuje mnoho způsobů pololegálních či nelegálních obchodů prostřednictvím kapitálového trhu, kterým by dobře fungující regulační orgán měl být schopen zabránit. Je tedy zřejmé, že existence regulačního orgánu v moderním finančním

světě je naprosto nezbytná. V další kapitole se budu zabývat vývojem kvality institucionálního prostředí, subjekty regulace v ČR a jejich konkrétní činnosti.

## 3.2 Korporátní právo

Dříve než může vzniknout samotný regulační orgán, musí stát zajistit svou legislativní činností existenci základních právních norem. Jednou ze základních podmínek pro hladký vývoj kapitálového trhu je korporátní právo a ochrana minoritního akcionáře. Kapitálový trh je svou formou specifický a vždy existuje skupina, která v rámci svého majoritního podílu společnost ovládá. Úkolem zákonné úpravy je pak ochránit všechny minoritní akcionáře před nekalými obchody specifikovanými v předešlé kapitole. Pouze při dostatečné ochraně minoritních akcionářů, může dojít k rozvoji kapitálového trhu. Vývojem kvality ochrany minoritních akcionářů na českém kapitálovém trhu se zabýval ve své diplomové práci Koleček (2003)<sup>12</sup>. Pro svou analýzu využívá práce La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, - LLSV (1996)<sup>13</sup>, kteří ve své práci zkoumají kvalitu ochrany minoritních akcionářů pomocí šesti základních ukazatelů.

- Pro volbu na valné hromadě není potřebná osobní účast, je možno volit pomocí pošty – v našem korporátním právu není tato možnost zakotvena, avšak paragraf §184 Obchodního zákoníku umožňuje zplnomocnit k volbě jinou osobu, což je v případě notářského ověření jistě méně zneužitelné, než pouhé posláni hlasovacího lístku,
- Akcionáři nejsou povinni před valnou hromadou složit své akcie v depozitáři, aby s nimi nemohli po dobu několika dní před a po valné hromadě disponovat - v České republice byl tento požadavek zrušen,
- Je umožněno kumulativní hlasování<sup>14</sup>, nebo jiný mechanismus, pomocí kterého mohou minoritní akcionáři volit proporcionální počet členů představenstva – u nás tato možnost neexistuje
- Možnost chránit se u soudu – minoritní akcionáři mohou zažalovat představenstvo anebo napadnout rozhodnutí valné hromady u soudu

---

<sup>12</sup> Koleček (2003)

<sup>13</sup> La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F. Shleifer, A. Vishny, R. LLSV (1996)

<sup>14</sup> Kumulativní hlasování je hlasování např. při volbě představenstva, kdy se volí jednotliví členové představenstva odděleně. Akcionáři pak hlasují svými akciemi, ale hlasy, které použili na jednoho kandidáta, nemohou využít na volbu jiného. Pokud má majoritní vlastník např. 80% hlasů a minoritní 20% hlasů a volí se



- Akcionáři mají zaručeno přednostní právo na koupi při úpisu nových akcií - toto právo bylo do českého právního řádu zavedeno v roce 1996 - §204 Obchodního zákoníku
- Akciový podíl nutný ke svolání mimořádné valné hromady není větší než 10%. V ČR do roku 2000 10%, od roku 2000 3% resp. 5% hlasů (ve společnosti s základním kapitálem nižším resp. vyšším než 100 mil. korun.) podle §181 Obchodního zákoníku

Z tohoto přehledu vidíme, že na počátku procesu vzniku českého kapitálového trhu před rokem 1996, splňovala Česká republika pouze 2 ze 6 kritérií. Havel (1995)<sup>15</sup> uvádí několik příkladů, kdy na nově vznikajícím kapitálovém trhu dochází k porušování práv minoritních akcionářů, například při zrušení veřejné obchodovatelnosti některých společností ze dne na den a následné ztrátě možnosti obchodovatelnosti podílu minoritních akcionářů. Zde stále existuje možnost, že se obchodování ujme nějaká třetí osoba, k čemuž však u nás nedocházelo. Dalším příkladem bylo, že společnost úplně omezila obchodovatelnost svých akcií. Postupem času došlo k novelizacím Obchodního zákoníka tak, že k dnešnímu dni splňuje Česká republika 4 ze 6 kritérií a u prvního z nich existuje možnost, jak hlasovat při osobní neúčasti. Zejména zavedení možnosti přednostního nákupu akcií při novém upisování zkvalitnilo ochranu minoritních akcionářů. Z tohoto vývoje můžeme tedy konstatovat, že postupně dochází ke zkvalitňování ochrany minoritních akcionářů a dnešní právní úprava se již v mnohém blíží vyspělým kapitálovým trhům.

### 3.3 Subjekty regulace v ČR

V současnosti se zabývají dozorem a kultivací kapitálového trhu v České republice tyto instituce

- Komise pro cenné papíry – mezi její základní činnost patří návrhy právních norem, udělování licencí a dozor nad většinou subjektů na kapitálovém trhu
- Samoregulační organizace – sem patří zejména BCPP, UNIS ČR, Asociace podílových fondů, Asociace pro kapitálový trh, Bankovní asociace, a další

---

pět členů představenstva, tak minoritní akcionář má jistotu, že může mít v představenstvu minimálně jednoho zástupce.

<sup>15</sup> Havel (1995)

### 3.3.1 Komise pro cenné papíry

Jak již bylo analyzováno v předešlých částech této kapitoly, zvítězila v České republice v období vzniku kapitálového trhu benevolentnější koncepce regulace kapitálového trhu. Kromě výše uvedených faktů o tom svědčí, že současně se začátkem obchodování na pražské burze nedošlo ke vzniku nezávislého regulačního orgánu a regulací byl pověřen Odbor dozoru nad kapitálovým trhem Ministerstva financí, později pak Úřad pro cenné papíry. Samotná Komise pro cenné papíry zahájila svou činnost až k 1. dubnu 1998 na základě zákona č.15/1998 Sb.. Z praktického hlediska to znamenalo, že do té doby působící Úřad pro cenné papíry (odbor 10 MF) dostal nové vedení v osobách předsedy a členů prezidia jmenovaných postupně a s rozdílným funkčním obdobím. Dnes jmenuje předsedu a členy Komise pro cenné papíry prezident na návrh vlády s pětiletým funkčním obdobím.

Jako jedna ze základních vlastností Komise byla při jejím vzniku zdůrazňována její nezávislost. Existovaly však obavy, že vzhledem k tomu, že Komise je správním úřadem, mohla vláda teoreticky ovlivňovat předsedu Komise a členy prezidia, které zároveň jmenuje. Podle rozhovoru s prvním předsedou Komise J.Mullerem<sup>16</sup> nebyla tato obava naplněna a Komise funguje jako politicky nezávislá. Podle něj existuje spíše závislost na státním rozpočtu. Komise je totiž financována prostřednictvím peněz všech daňových poplatníků<sup>17</sup>, nikoliv z poplatků obchodníků s cennými papíry a za zápis do evidence veřejně obchodovatelných cenných papírů, tak je tomu ve světě. Na nově rozvíjejícím se trhu by však plné přenesení nákladů dozoru na jednotlivé subjekty neúměrně zdražilo obchodování a mohlo vést až k likvidaci trhu. Proto si myslím, že nezávislost Komise byla dostatečná a otázka nezávislosti není tou hlavní, kterou by se Komise měla zabývat.

Významným bodem činnosti většiny regulačních orgánů ve světě je nejen kontrola kapitálových trhů, ale i jejich normotvorná pravomoc. V zahraničních zákonných úpravách se často setkáváme s tím, že regulátoru je přiznána alespoň omezená pravomoc vydávat právní předpisy k regulaci kapitálového trhu. Tato pravomoc je považována za jeden z hlavních předpokladů pružné regulace trhu.

V neposlední řadě patří do činnosti Komise udělování licencí pro obchodování na kapitálovém trhu a dozor nad samotným obchodováním. V případě nedodržení zákonů či

---

<sup>16</sup> Muller J. – rozhovor pro Ekonomix č.8/1998

<sup>17</sup> Zákon o Komisi pro cenné papíry 15/1998 Sb. §28

předpisů má Komise právo udělit obchodníku, či jakémukoliv jinému subjektu finanční sankci nebo dokonce odebrat licenci v případě vážného porušení zákona. Již během prvního roku existence udělila Komise pokuty za zhruba 1 mld. Kč, z toho 867 mil. Kč<sup>18</sup> emitentům za špatné informování svých akcionářů. Právě dodržování informační povinnosti patří k jednomu ze základních požadavků na emitenta, jehož dodržování Komise sleduje.

### **Informační povinnost**

Informační povinnost je jednou ze základních povinností každého emitenta cenného papíru. Již z logiky věci totiž můžeme vidět značnou asymetrii mezi emitentem cenného papíru a investorem, ať již individuálním či kolektivním. Cílem Komise je tedy dohlédnout na to, aby tato asymetrie byla co možná nejvíce minimalizována tím, jak klade požadavky na emitenta v souvislosti se zveřejňováním co možná nejvíce relevantních informací.

Povinností každé společnosti, jejíž akcie jsou na trhu obchodovány, je prezentace hospodářských výsledků a finanční situace. Z logiky věci vyplývá, že čím častěji budou tyto údaje k dispozici všem účastníkům trhu, tím transparentnější trh lze očekávat. Proto se jako naprosto nedostačující jeví požadavek, který platil až do roku 1996, zveřejňovat výsledky firmy pouze jedenkrát ročně. Od roku 1996, po novele ZCP<sup>19</sup> je společností uložena povinnost prezentovat svoje výsledky 2krát ročně. Podíváme-li se do požadavků BCPP na informační povinnost emitentů, zjistíme, že u společností, jejichž cenné papíry jsou kotovány na obou prestižních trzích, tedy hlavním a vedlejším, je tato povinnost čtvrtletní. Společnosti, jejichž cenné papíry jsou kotovány na volném trhu jsou ponechány v pololetním režimu.

Mezi další oblasti, které Komise v rámci informační povinnosti sleduje je dodržování zveřejňování překročení určité hranice vlastnictví. Každý akcionář, jehož vlastnický podíl překročí danou hranici, má za povinnost tuto skutečnost Komisi hlásit. Až do roku 1996 se jednalo o 10% majetkový podíl. V současnosti je tato hranice 5% a dále pak vzniká povinnost oznámit Komisi překročení hranice 10,15,20,25,30,1/3,40,45,50,60,2/3,70,75,80,90 a 95% majetkového podílu.

Jak uvádí ve své diplomové práci Koleček<sup>20</sup>, nedílnou součástí je vynucování těchto předpisů. Časopis Wall Street Journal provedl průzkum mezi managery obchodníků s cennými papíry čtyř transitivních ekonomik a výsledky průzkumu prezentoval ve své publikaci Central European Economic Review v roce 1996. Manažeři hodnotili informační

---

<sup>18</sup> statistika činnosti KCP, [www.sec.cz](http://www.sec.cz)

<sup>19</sup> ZCP – Zákon o cenných papírech – v tomto případě č.591/1992 Sb.

<sup>20</sup> Koleček (2003)

povinnost při držbě kontrolního balíku akcií a transparentnost trhu a problematiky „disclosure“. Česká republika skončila na předposledním místě před Ruskem, kdy ze stupnice 1-4 obdržela 1 bod. Jak uvádí, může souviset špatné hodnocení se stavem českého kapitálového trhu v prvních letech jeho existence, kdy se veřejně obchodovalo téměř 2000 titulů, což odpovídá velikosti London Stock Exchange. V takovémto množství titulů lze jen těžko regulovat všechny společnosti. Tuto hypotézu dokládají i statistiky, která rozhodně nesvědčí o nečinnosti Komise v této oblasti, dokonce i v prvních letech své existence. Již na podzim roku 1998 začala Komise prověřovat plnění informačních povinností stanovených zákonem emitentům veřejně obchodovatelných cenných papírů. Z 1963 emitentů, které Komise v té době registrovala, jich 833 svou informační povinnost nesplnilo<sup>21</sup> a bylo potrestáno v té době extrémně vysokými pokutami v řádech statisíců. I když proti drtivé většině z nich bylo podáno odvolání a nikdy nebyly zaplacený, tak v dalších letech již většina společností svou informační povinnost plnila bez významnějších problémů.

### **Povinný odkup**

Další oblastí, kterou Komise v rámci svých pravomocí dozoruje je ustanovení o povinném odkupu akcií majoritním akcionářem při nabití určité hranice vlastnického podílu. Povinný odkup akcií byl zaveden do našeho právního řádu v roce 1996 a stanovuje povinnost nabídnout odkup minoritním akcionářům při překročení hranice 50, 2/3 a 75% hlasů<sup>22</sup>. Jak ovšem uvádí Havel (1998) : „opatření jako obvykle postihuje seriózní investory, zatímco neseriózní se mu vyhýbají“. Podle něj totiž existují způsoby, kterými se vlastníci řídící se svými vlastními zájmy, nikoliv snahou maximalizovat hodnotu akcie pro akcionáře, může těmto povinností vyhnout. Jako dva příklady uvádí možnost naředit podíl na několik součástí a příslušný podíl „zaparkovat“ nebo se povinnosti odkupu zbavit následným odprodejem. Jak dále konstatuje „dosud proběhlé odkupy se vyznačovaly minimálními, často až směšnými cenami ve srovnání s podílem na čistém obchodním jmění připadajícím na příslušné akcie“.

### **Obchodování na veřejných trzích**

Vedle výše zmíněných změn, probíhala v roce 1996 i diskuse o uvalení zákazu obchodů s veřejně obchodovatelnými cennými papíry mimo veřejné trhy. Důvody vzniku diskuse pochopíme, uvědomíme-li si kontext doby. Kapitálový trh se nacházel v postprivatizačním

---

<sup>21</sup> Ekonom č.7/1999

<sup>22</sup> §183 Obchodního zákoníku

stádiu a většina obchodů probíhala přes přepážky SCP. Takovéto procesy jsou mimo jakoukoliv kontrolu, stanovení ceny obchodu je libovolné a tyto transakce se neprojeví v oficiální ceně burzy. Zdálo se tedy, že zákaz těchto obchodů by mohl přinést vyšší transparentnost kapitálového trhu, což vedlo mnohé tvůrce tehdejších zákonů k otevření této diskuse. Oponenti tvrdili, že uvedení zákazu v platnost povede pouze ke snížení konkurence mezi obchodníky u zaknihovaných cenných papírů. K zavedení zákazu nakonec nedošlo a jak uvádí Havel (1995) : „*naštěstí se ukázalo, že veřejné trhy nejenže musejí, ale i mohou nabídnout takové služby, které by byly pro investory natolik zajímavé, že ji zvolí jako výhodnou alternativu*“. Následný vývoj, kdy systém tvůrců BCPP se snaží přenášet obchody na prestižní a transparentní trhy, mu dává za pravdu. Jako ilustrativní příklad lze uvést trh SPAD, kde se v současnosti ovšem obchoduje jen několik málo titulů.

### **3.3.2 Samoregulace**

Pro český kapitálový trh, zejména ve druhé polovině devadesátých let, je typický vznik některých samoregulačních institucí. Pozitiva vzniku samoregulačních institucí jsou mnohá. Samoregulace pomáhá investorům, obchodníkům, ale i regulačním orgánům, protože samoregulující se organizace jsou schopny velmi pružně reagovat na měnící se tržní podmínky. Tím, že tyto organizace jsou přímo odpovědné svým členům, jsou vystaveny tlaku, aby přijímaly takové regulační mechanismy, které jsou nejefektivnější a nejméně omezují tržní síly. Výhoda samoregulace spočívá v tom, že je schopna identifikovat a realizovat komplexní problémy v počáteční fázi a vyřešit problémovou situaci před tím než dosáhne krizové úrovně. Samoregulující se organizace mají důležité postavení na kapitálových trzích v zahraničí. Nejsilněji se tato forma uplatňuje v USA. Mezi základní samoregulační instituce zde patří národní burzy s cennými papíry, registrované asociace obchodníků s cennými papíry a další.

Samoregulující organizace byly upraveny také v prvním návrhu zákona o KCP. Návrh určoval kdo je touto organizací – právnickou osobou : BCP, organizátor mimoburzovního trhu, SCP a osoba provádějící vypořádání obchodů s cennými papíry. Dále považoval za takové osoby ty organizace, které mají povolení od KCP a jejímiž členy jsou osoby vykonávající stejnou nebo obdobnou činnost. Nebylo stanoveno povinné členství v těchto organizacích, což vycházelo ze zkušeností USA a Velké Británie. Na tyto organizace mohla Komise přenést výkon některých svých pravomocí, pokud organizace splní stanovené podmínky. V konečném znění zákona o KCP nejsou samoregulující organizace upraveny.

Výše zmiňované výhody se však vztahují jen na ty instituce, které sami sobě jsou funkční, schopné dohlížet na své členy a ukládat jim sankce. Pokud toho nejsou schopny, není vhodné na ně delegovat pravomoci úřadu státního dozoru.

Jestliže v minulých kapitolách byl diskutován nedostatek regulace, zejména v prvních letech existence trhu, vedl tento nedostatek ke vzniku některých samoregulačních institucí. Subjekty, jejichž hlavním motivem bylo svévolné obohacení, již v tomto čase trh postupně opouštěly a zbylé organizace se pomocí zavedení samoregulačních mechanismů snažily postupně vydobýt ztracenou důvěru. Ilustrativním příkladem může být organizace UNIS (Unie investičních fondů České republiky).

## **UNIS ČR**

UNIS vznikla v červenci 1996 sloučením tří do té doby existujících zájmových sdružení investičních společností a samosprávných investičních fondů. Ihned po svém vzniku se stala členskou organizací Evropské federace investičních společností. Obdobně jako podstatně zkušenější evropské národní asociace se zaměřuje na několik základních činností:

- být partnerem státní správy v jednáních o úpravách zákonů a daňových předpisů ovlivňujících kolektivní investování
- řešit společné odborné problémy svých členů
- ovlivňovat chování svých členů tak, aby přispívalo k růstu důvěry v odvětví fondů
- přispívat k lepší informovanosti investorů o formách, výhodách a rizicích kolektivního investování

Existence a činnost takových institucí, jako je UNIS nebo Asociace penzijních fondů je jednoznačně pozitivní jev, který přispívá ke zpětnému nabytí důvěry v oblasti kapitálových trhů. Jde zejména o informace, které poskytují investorům a které zvyšují transparentnost trhu. Ve vlastním zájmu se totiž musí snažit o větší srozumitelnost produktů, které se mohou jevit klientům jako znalostně náročné a postupným odstraňováním informačního deficitu upravit deformovanou poptávku.

### 3.4 Závěr

Ve vývoji regulace českého kapitálového trhu došlo během deseti let ke značnému pokroku. V období od vzniku trhu až zhruba do roku 1996 vítězila koncepce volné regulace. Po tomto roce došlo ke zpřísnění mnoha regulačních mechanismů tak, jak byly popsány v této kapitole. Začala se prosazovat zjevná snaha o zvýšení informovanosti účastníků a zvýšení celkové transparentnosti kapitálového trhu. Jednalo se zejména o snahu převedení většina obchodů na hlavní, cenotvorné trhy a dále pak o zvýšení požadavku informační povinnosti na emitenty cenných papírů. K postupnému sblížení našeho právního řádu s vyspělými ekonomikami přispělo i zřízení Komise pro cenné papíry k 1.4.1998. Postupem času tak docházelo k odchodu nepoctivých hráčů z trhu a postupnému budování kvalitnějšího institucionálního rámce. K prohloubení tohoto trendu přispěl i vznik některých samoregulačních institucí, jako například UNIS, které se snaží nutit své členy k dodržování pravidel tak, aby se v budoucnu chování podle zákonů vyplácelo. Tímto se dostáváme k poslednímu zásadnímu problému českého kapitálového trhu, nebo spíše společnosti jako celku - vynutitelnost práva, která byla zejména v prvních transformačních letech velmi nízká, což se projevilo i na kapitálovém trhu. Na druhou stranu je nutno podotknout, že stejné zákony a právní předpisy upravovaly jak akciový, tak i dluhopisový trh a u obou těchto segmentů českého kapitálového trhu došlo k naprosto odlišnému vývoji, což dává vzniknout tezi, že regulace nebyla jediným „viníkem“ špatné situace na českém kapitálovém trhu. Právě vývoj českého dluhopisového a akciového trhu je předmětem zkoumání příštích kapitol.

## **4 Vývoj českého dluhopisového trhu**

### **4.1 Vznik dluhopisového trhu**

Obecně se v ekonomické literatuře můžeme setkat se dvěma formami vzniku trhu. Při první, nazvěme ji „umělou“, se někdo, ať to již byly socialistické vlády, nebo moderní „architekti“ českého akciového trhu, snaží vytvořit fungující trh umělou cestou. Veskrze dobrá myšlenka, rychlého vytvoření fungujícího trhu se však mnohdy rychle otočí v jejich neprospěch. Druhou možností vzniku trhu je vznik „spontánní“. Spontánně trh vzniká zjednodušeně řečeno na základě poptávky a nabídky jednotlivých účastníků trhu a jejich dobrovolné vůli po vzájemném obchodu. Takovýto trh se samozřejmě nevyhne úvodním nedokonalostem, ale právě fakt, že vzniká z vůle po vzájemné spolupráci vede aktéry ve vzájemné snaze o dodržování psaných, ale i nepsaných zákonů trhu, odborně řečeno k dodržování nejen litery, ale i ducha zákona.

Český, potažmo československý dluhopisový trh fungoval již před samotným vznikem Československa za dob Rakouska-Uherska. Na území dnešní České republiky se předchůdce dnešního dluhopisu objevil již za doby Marie Terezie a měl formu státní půjčky s úrokem 6%. Později, v devatenáctém století, se již dluhopisy staly nedílnou součástí ekonomického života. Významným dnem se stal 23. březen 1871, kdy v Praze vznikla Pražská burza pro zboží a cenné papíry. Nutno ovšem poznamenat, že po krachu na Vídeňské burze v roce 1873 došlo k poklesu a stagnaci obchodování. K dalšímu rozvoji dluhopisového trhu nejen u nás došlo na začátku dvacátého století, kdy v rámci příprav na válku potřebovaly jednotlivé státy stále více finančních prostředků. Zároveň docházelo i k emisi prvních municipálních a podnikových dluhopisů. Avšak současně se začátkem 1. světové války bylo veškeré obchodování na burze zakázáno.

K obnovení burzy došlo až po vzniku první republiky dne 3. února 1919. V tomto období se na burze zpočátku obchodovalo více s akciemi než dluhopisy, přesto burza brzy překonala objemy svých obchodů předválečný trh. V rámci dluhopisového trhu docházelo zejména k emisi státních dluhopisů souvisejících s potřebou státu krýt své finanční závazky. Ve druhé polovině třicátých let již pražská burza patřila objemem obchodů na sedmé místo v Evropě.



V té době se však Evropa již chystala na další válečný konflikt a burza byla dne 21.9.1938 uzavřena. Po skončení války již nebyla činnost burzy obnovena.

K obnovení činnosti burzy došlo až po roce 1989 a to 24.11.1992. Samotný vznik dluhopisového trhu, již vzhledem ke spontánnosti jeho vzniku, nelze jednoznačně časově specifikovat. S dluhopisy jako takovými se začalo na českém kapitálovém trhu obchodovat dne 6.dubna 1993. Obchodovalo se však pouze se sedmi tituly (vládními a podnikovými dluhopisy) při objemu obchodu ve výši dvou miliónů Kč. Mezi vůbec první dluhopisy obchodované na BCPP patřily podnikový dluhopis ČEZ a v rámci bankovních dluhopisů dluhopis Komerční a Živnostenské banky. Nešlo tedy na první pohled o nijak mimořádně objemný a členitý trh, nicméně nedlouho po svém vzniku se postupně zvyšoval jak objem obchodů, tak i počet jednotlivých segmentů. Během několika let se stabilními segmenty dluhopisového trhu staly zejména dluhopisy státní, komunální a v neposlední řadě bankovní i podnikové a postupně vznikl poměrně stabilní a fungující trh.

Český kapitálový trh se tak stal ilustrativním příkladem, kdy na jedné straně vzniká uměle vytvořený akciový trh a na straně druhé, spontánní aktivitou účastníků trhu vzniká trh obligační. Oba trhy vznikají v podmínkách nedokonalého právního prostředí, špatné vynutitelnosti práva, nedokonalého corporate governance, přesto však v jejich vývoji lze nalézt základní odlišnosti. Právě rozdílným vývojem jednotlivých segmentů českého kapitálového trhu se budu zabývat v příštích kapitolách.

## **4.2 Základní definice trhu**

V následující kapitole se budu zabývat vývojem českého dluhopisového trhu, který pro účel práce definuji jako část kapitálového trhu, na němž se obchodují dluhové cenné papíry s dobou splatnosti delší než jeden rok. Obligaci lze dále definovat jako : druh půjčky, kde dlužník emituje cenný papír, kterým stvrzuje nárok na vyplacení nominální hodnoty a determinovaného úroku ve formě kupónové platby. Na rozdíl od běžné bankovní výpůjčky je dluhopis obchodovatelných cenným papírem a jako taková nemusí být držena původním věřitelem až do doby splatnosti, ale může být za předpokladu fungování sekundárního trhu prodána dalšímu investorovi. Dluhopis tak poskytuje dlužníkovi výhodu dlouhodobé výpůjčky, a věřiteli dobrou úroveň likvidity.

## 4.2.1 Účastníci dluhopisového trhu

V rámci trhu obligací dochází ke střetávání nabídky kapitálu, reprezentovaného především domácnostmi, korporacemi a finančními institucemi shromažďujícími úspory obyvatelstva, a poptávky po kapitálu tvořené poptávkou státu, nefinančních a finančních institucí. Na straně nabídky kapitálu hraje trh důležitou roli v zajišťování depozitní funkce finančního systému a podpoře úspor ekonomických subjektů prostřednictvím finančních zprostředkovatelů nebo přímo investicí do cenného papíru. Na straně poptávky po kapitálu hraje trh důležitou roli při zabezpečení dlouhodobých zdrojů deficitních finančních jednotek prostřednictvím emise obligací na primárních trzích.

Hlavními hráči na trhu obligací jsou emitenti, investoři a finanční zprostředkovatelé.

Emitenti - Stejně jako ve většině zemí, je i v České republice, jak bude ukázáno později, je největším emitentem vláda. Pozice centrální vlády je obecně mezi ostatními emitenty výjimečná, neboť kromě toho, že centrální vláda je největším dlužníkem, stanovuje i pravidla pro fungování trhu obligací. Základním motivem státu vedoucím k emisi obligací je snaha uspokojit potřeby státu spojené s financováním rozpočtu a vládního dluhu a dále pak fungující trh se státními dluhopisy může podpořit stabilizační programy centrálních bank. Dostatečné množství cenných papírů je nezbytné pro účinné provádění monetární politiky centrální banky. Kromě toho může za určitých podmínek vést emise vládních dluhopisů k rozvoji trhu podnikových dluhopisů, neboť domácí státní dluhopisy jsou prakticky bezrizikovým investičním instrumentem a tak státní dluhopisy fungují jako „benchmark“ pro dluhopisy podnikové tím, že výnosové míry trhu podnikových obligací jsou odvozeny od výnosových měr obligací státních.

Kromě dluhopisů centrální vlády vstupují na trh také korporace a municipality. Na rozdíl od státu je s dluhopisy korporací, a pokud nejsou zaručeny státem i municipalit, spjata kreditní riziko a proto se výnosové míry těchto obligací pohybují nad výnosovými mírami obligací státních.

Investoři - Investory do obligací můžeme rozdělit na subjekty shromažďující úspory konečných věřitelů, tedy institucionální investory a banky, a konečné věřitele investující přímo na trzích obligací, kterými jsou domácnosti a korporace. V posledních několika letech dochází v zahraničí, k nárůstu podílu institucionálních investorů. V reformních zemích

střední Evropy je objem aktiv spravovaných institucionálními investory stále ještě poměrně malý. Právě rozvoj institucionálních investorů je v těchto zemích podmínkou rozvoje trhu obligací, neboť dluhopisy mají největší podíl na aktivech těchto investorů zejména v kontinentální Evropě. Detailněji se tomuto tématu budu věnovat v jedné z dalších částí této kapitoly. Z hlediska objemu držných obligací jsou nejvýznamnějšími investory do obligací banky. Dluhopisy drží jednak jako zdroj likvidity, a jednak jako střednědobé investice

#### **4.2.2 Způsob organizace dluhopisového trhu**

Cílem dobře fungujícího trhu s dluhopisy je vytvářet kontinuálně cenu jednotlivých instrumentů trhu. Pro splnění této funkce je důležitý především institucionální charakter trhu tedy způsob obchodování na primárním a sekundárním trhu, způsob dozoru nad těmito trhy a způsob vypořádání obchodů s dluhopisy.

Primární trh s dluhopisy – v literatuře můžeme najít několik základních způsobů, kterými lze emitovat dluhopisy :

- prodej za pevnou cenu během relativně krátkého období úpisu - kdy je nová emise nabízena během relativně krátkého období, přičemž výnosová míra je konstantní po celou dobu prodeje. Za těchto podmínek nemusí dojít k prodeji celého nabízeného množství emise. Z toho důvodu většinou emitent používá skupinu finančních institucí, které garantují umístění emise a v případě jejího neumístění upíší zbytek emise na vlastní účet.
- prodej formou aukce – charakteristickým rysem tohoto způsobu prodeje je, že výnosová míra z emise je determinována aukčním procesem. Existují dva způsoby stanovení výsledné ceny. V podmínkách aukce za jednotnou cenu tzv. „holandské aukce“ jsou všechny přijaté nabídky realizovány za cenu poslední přijaté nabídky. Pokud je použit konvenční „americký“ způsob aukce, jsou jednotlivé nabídky realizovány za nabízenou cenu.
- postupný prodej (by a tap) – je způsob, kdy jednotlivý dluhový instrument je prodáván v průběhu nespécifikovaného období, které může trvat od několika dní do měsíců i let vybraným bankám na OTC trhu nebo přímo na sekundárním trhu. Emitentem využívajícím tohoto způsobu emise bývá nejčastěji stát, neboť má poměrně stabilní poptávku po kapitálu, která může být uspokojena právě tímto způsobem.

- soukromá emise – dluhové instrumenty prodané pomocí soukromé emise jsou umístěny u poměrně malé skupiny především institucionálních investorů. Prodej prostřednictvím soukromé emise je zejména vhodný pro méně známé emitenty pokud si nemohou být jisti, že se jim podaří upsat celou zamýšlenou částku.

Sekundární trh s dluhopisy – pro hladké fungování trhu s dluhopisy je nutné, aby fungoval nejen primární, ale také sekundární trh, který je důležitým prvkem finančního systému zejména pro zajištění následujících dvou funkcí :

- zabezpečení likvidity – tato funkce je klíčová zejména pro držitele obligací, kteří kdykoliv mohou přeměnit své cenné papíry na hotovost před dobou splatnosti. Funkcí sekundárního trhu je tedy zabezpečení transformace požadavků emitentů a investorů na dobu splatnosti. Emitenti požadují dlouhodobé zdroje, naopak investoři drží v obligacích zdroje převážně krátkodobého charakteru, které musí být schopny rychlé přeměny na hotovost. Záleží na uspořádání sekundárního trhu do jaké míry je schopen transformovat tyto rozdílné požadavky. Je samozřejmé, že předpokladem pro dobré fungování je důvěra investorů, neboť žádný systém není schopen zabezpečit likviditu v případě zhroucení trhu v důsledku nedůvěry investorů
- stanovení ceny jednotlivých instrumentů a jejich výnosové míry – je další nezastupitelnou funkcí, kterou musí správně fungující sekundární trh plnit. Splnění této funkce závisí na organizaci, likviditě a transparentnosti trhu. Další podmínkou je široké spektrum instrumentů, jak z hlediska emitenta, kde musí být zastoupen nejen stát, ale i ostatní subjekty, tak z hlediska jeho časové struktury, od obligací s nejkratší dobou splatnosti až po dlouhodobé obligace s dobou splatnosti 10 a více let.

Dluhopisy mohou být obchodovány jednak na OTC trhu nebo na regulovaném trhu, nejčastěji burze cenných papírů. Důležitou vlastností dluhopisového trhu je obchodní systém a způsob zúčtování a vypořádání obchodů na sekundárním trhu. Institucionální řešení způsobu vypořádání může mít velký vliv na rozvoj trhu s dluhopisy, neboť náklady na vybudování systému zúčtování a vypořádání obchodů jsou velké a nelze očekávat od trhu, že spontánně vytvoří instituci zabezpečující tuto roli. Při vytváření tohoto systému tedy hraje rozhodující roli stát, jehož úkolem je vytvoření dobrého systému vypořádání obchodů jako nezbytného předpokladu fungování celého kapitálového trhu. V literatuře se lze setkat s několika základními požadavky na systém vypořádání a zúčtování obchodů a to :

- ustanovení centrálního depozitáře cenných papírů, kde jsou jednotlivé cenné papíry registrovány, ať již existují v zaknihované nebo listinné podobě, kdy úlohou tohoto depozitáře není jen převod cenných papírů mezi účty účastníků, ale i zúčtování tohoto obchodu, tedy instruovat clearingovou banku k zúčtování těchto obchodů
- vypořádání a zúčtování obchodů by mělo probíhat na základě principu „delivery vs. payment“, tedy obě strany transakce, převod peněžních prostředků a převod cenných papírů musí probíhat současně.
- vypořádání a zúčtování by mělo proběhnout v co nejkratší době tak, aby neomezovalo obchodování na sekundárním trhu

Organizaci sekundárního trhu v transformujících se středoevropských ekonomikách ilustruje tabulka 3.<sup>23</sup>

**Tabulka 3 Organizace sekundárního trhu CP**

Země	Univerzální bankovníctví	Organizace obchodů	Vypořádání a zúčtování obchodů
Česká republika	ANO	Dluhopisy jsou kotovány na PSE, většina obchodů probíhá formou přímých obchodů	UNIVYC (100%vlastněný PSE) vypořádává většinu obchodů OTC trhu a všechny obchody PSE. Centrálním registrem CP je Středisko CP.
Maďarsko	ANO, od roku 1997	25% obchodů probíhá na BSE, zbytek na OTC trhu	KELLER provádí vypořádání a zúčtování všech obchodů na BSE a je i centrálním registrem CP
Polsko	ANO	Většina obligací je obchodována na WSE	Národní depozitář CP provádí zúčtování a vypořádání všech obchodů a je i centrálním registrem

Zdroj: Capital Market Development in Transition Economies, OECD (1998)

<sup>23</sup> detailní popis a způsoby kotace dluhopisového trhu lze nalézt na stránkách ČNB, [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

## 4.3 Vývoj českého dluhopisového trhu

Po obecném vymezení základních vlastností dluhopisového trhu přistoupím nyní k popisu a analýze základních vývojových tendencí na českém dluhopisovém trhu. Nejprve se budu zabývat podmínkami rozvoje tohoto trhu, tj. makroekonomickou situací a právními podmínkami emise dluhopisů, a poté bude analyzována struktura emitentů a investorů na českém dluhopisovém trhu. Dále bude analyzována druhová struktura dluhopisového trhu a způsob obchodování a vypořádání. V poslední části se pokusím o komparaci střeoevropských dluhopisových trhů a analýzu možných odlišností.

### 4.3.1 Podmínky rozvoje trhu

Jak bylo dokumentováno v první kapitole, nevznikl český dluhopisový trh, na rozdíl od akciového, direktivním příkazem, ale spontánní aktivitou účastníku trhu. Chceme-li analyzovat vývoj takového trhu, musíme podrobit analýze ukazatele, které významně ovlivňují jeho fungování. Zatímco akciový trh ovlivňují zejména zprávy o stavu dané konkrétní společnosti, dluhopisový trh ovlivňují zejména klíčová makroekonomická data. Mezi další důležité faktory se pak řadí i politické a mezinárodní události a proto není zřejmé, který z faktorů se na tvorbě kurzu dluhopisu podílí nejvíce. Přesto mezi základní faktory ovlivňující dluhopisový trh patří makroekonomická situace, zejména míra inflace, právní úprava kapitálového trhu a možnost přístupu domácích a zahraničních investorů na trh.

Míra a zejména nestabilita inflace může výrazně omezit rozvoj trhu obligací. Podle průzkumu týdeníku Ekonom na přelomu let 2002/2003 mezi devíti největšími obchodníky s dluhopisy<sup>24</sup> je inflace druhým nejvýznamnějším faktorem ovlivňujícím fungování trhu a cenu dluhopisů hned za změnou klíčové sazby ČNB. Až za vývojem inflace se umístily ostatní důležité faktory jako např.: HDP, vývoj dluhopisových trhů v zahraničí (EMU, USA), změny v aukčním kalendáři a další. V podmínkách vysoké a těžce predikovatelné inflace nedochází k emise fixně úročených dluhopisů a ty musí být nahrazovány indexovanými dluhopisy s vazbou na vývoj inflace. V podmínkách České republiky však vývoj míry inflace neznamenal pro dluhopisový trh výraznou bariéru. Vývoj inflace v ČR ilustruje následující tabulka.

---

<sup>24</sup> Ekonom č.35 (2003)

**Tabulka 4 Vývoj inflace v ČR**

1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
10,0	9,1	8,8	8,5	10,7	2,1	3,9	4,7	1,8

Zdroj: Český statistický úřad., [www.czso.cz](http://www.czso.cz)

Dalším faktorem, který má na utváření a rozvoj trhu obligací, zejména v rozvíjejících se zemích, rozhodující vliv, je právní úprava kapitálového trhu a emise obligací. Samozřejmě, že cílem tvůrců pravidel trhu je umožnit přístup pouze subjektům s dostatečnou kredibilitou, tak aby nebyla v počátcích otřesena důvěra investorů, kteří ještě nemají dostatečnou zkušenost s těmito investičními instrumenty. Na druhou stranu proti příliš přísným předpisům lze postavit argument o potřebě rozvoje kapitálového trhu. Úkolem je tedy najít vhodný kompromis mezi podporou důvěry v trh obligací pomocí přísných pravidel a rozvojem trhu bez jakékoliv regulace. Podrobným popisem regulace kapitálového trhu se zabývám v samostatné kapitole.

Obecně může fungující kapitálový trh vzniknout a plně fungovat při vzájemné interakci emitentů, investorů a prostředníků na základě definovaných a současně dodržování nepsaných pravidel. Proces vytvoření fungujícího trhu je při takto pojaté definici dlouhodobou záležitostí a trh nelze vybudovat jednorázovým rozhodnutím. Dluhopisový trh v současnosti ukončil prvních deset let své existence, během kterých dokázal, jak bude později ukázáno, jak z hlediska struktury emitentů, tak investorů vybudovat základní segmenty dobře fungujícího trhu, přesto však proces vzniku trhu není stále ukončen. Český dluhopisový trh nikdy nedosáhne svou velikostí hodnot mnohých západoevropských trhů, přesto však lze za pozitivní označit fakt, že vzhledem k velikosti ekonomiky České republiky, patří již dnes dluhopisový trh k poměrně stabilnímu a fungujícímu trhu.

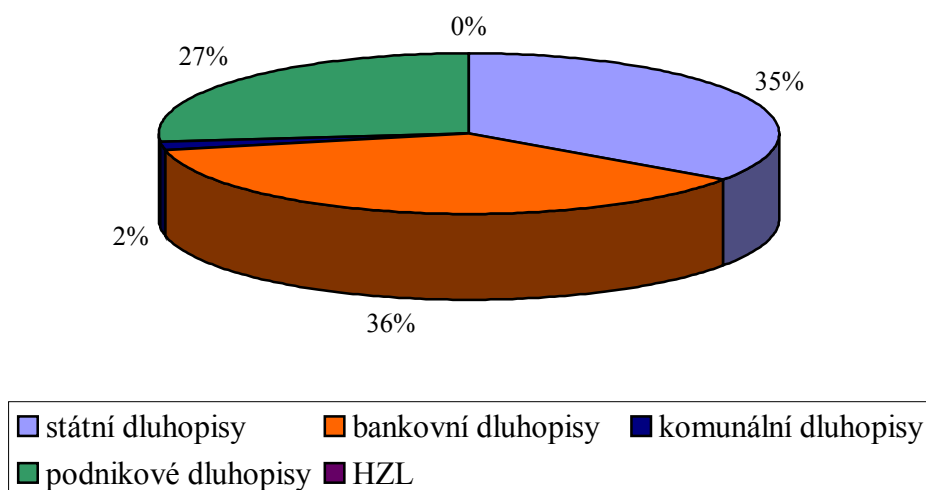
Je zřejmé, že nově rodící se trh se nemohl vyhnout chybám, které nepřispěly k růstu jeho kredibility a hladkému vývoji, jejich množství se však významně neodlišuje od hodnot na jiných spontánně vznikajících trzích. Docházíme tak k zajímavému názoru, že i přesto, že akciový a dluhopisový trh regulovaly stejné instituce, došlo ve vývoji důvěry v jednotlivé segmenty kapitálového trhu k odlišným trendům, a to zejména v úvodní několika letech po jejich vzniku.

### 4.3.2 Struktura emitentů

V úvodu této kapitoly byly popsány základní skupiny emitentů obligací. Cílem této kapitoly je popsat strukturu emitentů v České republice a ukázat základní vývojové tendence.

S dluhopisy jako takovými se začalo na českém kapitálovém trhu obchodovat dne 6.dubna 1993. Obchodovalo se však pouze se sedmi tituly (vládními a podnikovými dluhopisy) při objemu obchodu ve výši dvou miliónů Kč. Nešlo tedy na první pohled nijak mimořádně objemný a členitý, nicméně nedlouho po svém vzniku se postupně zvyšoval jak objem obchodů, tak i rostl počet segmentů tohoto trhu. Strukturu tržní kapitalizace dluhopisového trhu na pražské burze v roce 1998 podle druhu emitenta ilustruje Graf 1.

**Graf 1 Struktura tržní kapitalizace dluhopisového trhu na pražské burze v roce 1998 podle druhu emitenta**



Zdroj: Capital Market Development in Transition Economies, OECD 1998

Jak je z grafu vidět, v prvních několika letech obchodování došlo k rozvoji dalších segmentů dluhopisového trhu, zejména trhu s bankovními dluhopisy. Do oběhu se dostaly i první komunální dluhopisy měst Brna a Plzně. Zároveň docházelo v tomto období i k růstu počtu státních a zejména podnikových dluhopisů, které se dokonce, co do podílu na tržní kapitalizaci významně přiblížily podílu státu, což je ve vyspělých tržních ekonomikách poměrně řídký jev. Nesvědčí to však o anomálii vývoje trhu, ba naopak.

Hlavním důvodem emise státních obligací je většinou krytí rozpočtových deficitů a státního dluhu. Je nutno zde uvést, že v letech 1993-1998 nevykazoval státní dluh výrazný



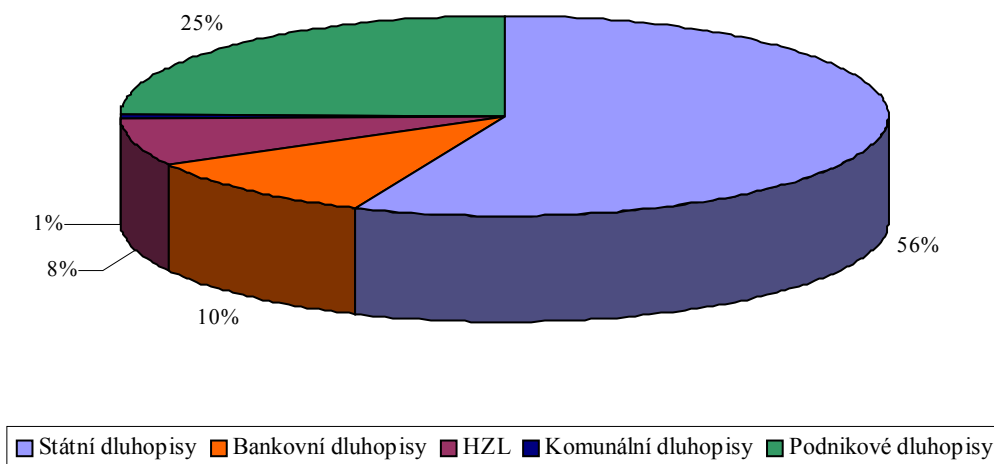
růst a zároveň vláda hospodařila s vyrovnanými rozpočty. Důvodem emise státních dluhopisů byla především sekuritizace státního dluhu, tedy nahrazení přímých úvěrů vládě tržním instrumentem, státními dluhopisy. Tento cíl se podařilo splnit v roce 1997, kdy veškerý vnitřní státní dluh byl již v sekuritizované formě.

Stejně jako v sektoru státních dluhopisů, došlo i k nárůstu v sektoru podnikových obligací. Mezi hlavní emitenty se v tomto období zařadil energetický gigant ČEZ a SPT Telekom. Monopolní postavení těchto firem na trhu paradoxně pomohlo rozvoji podnikového dluhopisového trhu. Monopolní postavení obou podniků přispělo totiž k jejich poměrně dobrému ratingu a obě společnosti dokázaly postupně budovat důvěru v celý trh. Mezi další emitenty patřily především podniky ze strojírenského, hutnického a těžebního průmyslu.

V neposlední řadě došlo, oproti roku 1993, kdy trh vznikal, ke spontánnímu vzniku segmentu bankovních dluhopisů, jehož podíl činil v roce 1998 37% a předčil podíl státu. Největší podíl na tržní kapitalizaci měly v té době čtyři největší banky (Komerční banka, Česká spořitelna, IPB a ČSOB), které dosahovaly 71% z celkového objemu bankovních obligací. Z velkého podílu bank lze vyvozovat, že při nedokončené privatizaci bank a provázanosti mnoha malých a středních podniků s bankovní soustavou, sloužily banky jako zprostředkovatel mezi konečnými dlužníky a konečnými věřiteli v ekonomice.

V dalším období docházelo k dalšímu segmentaci trhu a ke zvyšování objemu obchodů s jednotlivými instrumenty. Současnou strukturu dluhopisového trhu ilustruje Graf 2.

**Graf 2 Struktura tržní kapitalizace dluhopisového trhu na pražské burze ke dni 13.1.2004 podle druhu emitenta**



Zdroj: [www.pse.cz](http://www.pse.cz), vlastní výpočty

Jak můžeme vidět, dominantní podíl hrají státní dluhopisy, jejichž podíl na tržní kapitalizaci dosahuje 56%. V současné době se na pražské burze obchoduje se 12 státními dluhopisy<sup>25</sup>, při celkovém objemu 321 mld. Kč.<sup>26</sup> K nárůstu objemu a podílu státních obligací dochází zejména díky stále rostoucí potřebě krytí rozpočtových deficitů a vládního dluhu. Zároveň došlo mezi roky 1998-2001 k sekuritizaci „skrytého“ vládního dluhu v Konsolidační bance, České inkasní a České finanční pomoci státních obligací. V příštím roce plánuje Ministerstvo financí vydat střednědobé a dlouhodobé dluhopisy v objemu 139 mld. Kč<sup>27</sup> na další krytí svého schodkového hospodaření.

Druhý největší segment dluhopisového trhu tvoří podnikové dluhopisy. V rámci tohoto segmentu došlo nejen k nárůstu objemu emisí, ale i k nárůstu počtu emitentů, jejichž rozmanitost postupně roste. Ve sledovaném období emitovaly dluhopisy zejména velké domácí společnosti jako Škoda Auto, Unipetrol, Radiomobil a další. Vedoucí podíl na trhu si stále udržují ČEZ a SPT Telekom. Kromě těchto velkých firem, však stále většina podniků upřednostňuje úvěrové financování, což je však vzhledem k poloze České republiky pochopitelné, neboť podobný trend lze vypozařovat v drtivé většině států kontinentální Evropy. V roce 2001 dosahoval podíl dluhopisů na financování podnikových investic pouze 3%.<sup>28</sup> Vzhledem k tomu, že tento podíl není v Evropě neobvyklý, nelze v blízké budoucnosti očekávat prudký nárůst tohoto poměru. Dvořák(2001) uvádí několik důvodů, proč podle něj nedochází k většímu počtu emisí podnikových dluhopisů

- neznalost a nepřipravenost některých emitentů
- úzké vazby na určitou banku či bankovní skupinu
- nevyjasněné vlastnické vztahy v mnohých podnicích
- informační povinnosti kladené burzou na každého emitenta
- relativně vysoký objem emise

Dle mého názoru lze očekávat, že s postupem času dojde k odbourání většiny z těchto důvodů. V poslední době se burza snaží o zpřístupnění co možná nejvíce informací veřejnosti a ztraktivnění kapitálového trhu pro nové emitenty. Zároveň dochází ve většině společností k dokončení všech privatizačních procesů a vyjasnění majetkoprávních vztahů, takže lze

---

<sup>25</sup> [www.pse.cz](http://www.pse.cz)

<sup>26</sup> [www.pse.cz](http://www.pse.cz)

<sup>27</sup> HN (2.11.2003)

<sup>28</sup> Dvořák (prezentace2001)

očekávat postupné překonávání těchto bariér a zvýšení podílu dluhopisů na celkových podnikových investicích.

V posledních dvou letech dochází k prudkému nárůstu Hypotéčních zástavních listů, které emitují banky a kryjí je výnosy z hypoték. Mezi hlavní emitenty patří Českomoravská hypotéční banka, Komerční banka a Česká spořitelna. Podíl tohoto segmentu v současnosti činí 8%. Zároveň došlo k další emisi komunálních dluhopisů, kdy město Praha vydalo dluhopisy v objemu 5 mld. Kč. Pokud o vývoji segmentu státních, podnikových a bankovních dluhopisů můžeme hovořit pozitivně, trh komunálních dluhopisů není v České republice stále příliš rozvinut.

Kompletní shrnutí počtu a objemu nových emisí v letech 1999-2002 ukazuje následující tabulka 5.

**Tabulka 5 Počet nových emisí registrovaných dluhopisů v letech 1999-2002**

	1999		2000		2001		2002	
	počet	objem	počet	objem	počet	objem	počet	objem
<b>Nové emise dluhopisů</b>	<b>23</b>	<b>73955</b>	<b>29</b>	<b>92050</b>	<b>22</b>	<b>82682+21 mil. EUR</b>	<b>17</b>	<b>92150</b>
Státní dluhopisy	4	22000	11	4700	15	67682	8	60000
Bankovní dluhopisy	6	15255	6	20250	0	0	2	15000
Průmyslové dluhopisy	8	25300	9	17700	6	8000+21 mil. EUR	3	9800
Komunální dluhopisy	0	0	0	0	2	5000	0	0
HZL	5	11400	2	7100	1	2000	4	7350

Zdroj: KCP [www.sec.cz/](http://www.sec.cz/) pozn. HZL – Hypotéční zástavní listy

Celkově lze říci, že z hlediska složení emitentů vykazuje v současné době český dluhopisový trh znaky dobře se rozvíjejícího trhu. Rozvinutý trh se státními dluhopisy je jednou ze základních podmínek dobře fungujícího dluhopisového trhu, neboť státní dluhopisy jsou považovány jako bezrizikový „benchmark“ pro ostatní typy obligací.

### 4.3.3 Struktura investorů

Strukturu investorů do obligací v České republice můžeme odhadnout na základě známých dat o držitelích státních obligací. V tabulce 6 je zachycen vývoj struktury majitelů obligací v ČR v letech 1994-2002.

**Tabulka 6 Vývoj struktury držitelů státních dluhopisů (v procentech)**

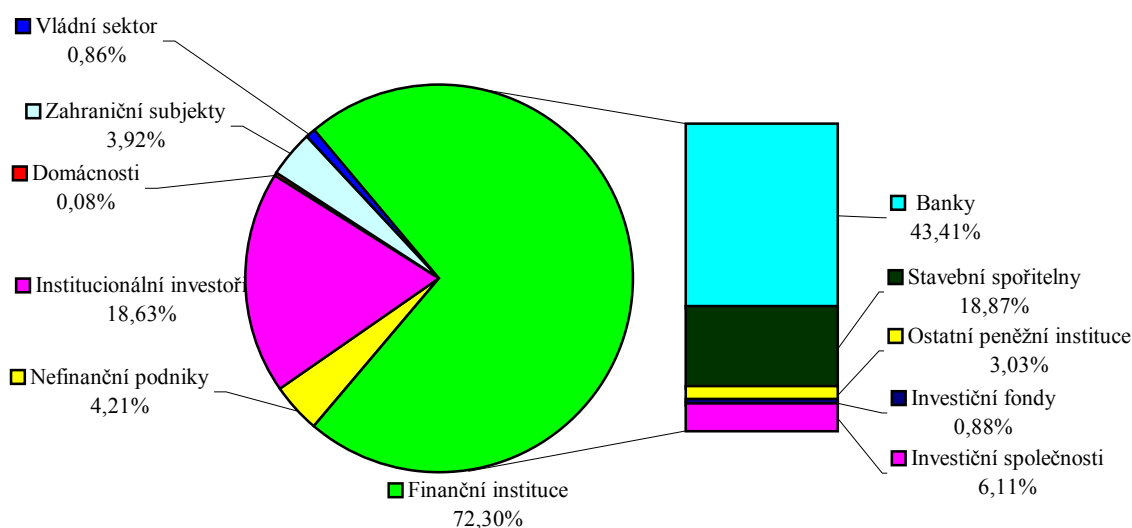
	1994	1995	1997	2002
Nefinanční podniky	1,32	3,94	10,66	4,21
Finanční instituce	87,32	83,62	66,87	72,3
Institucionální investoři	2,17	2,88	11,62	18,63
Domácnosti	0,86	0,07	2,02	0,08
Zahraniční subjekty	1,77	9,36	8,75	3,92
Vládní sektor	6,55	0,11	0,06	0,86

Zdroj: Státní závěrečný účet České republiky za rok 1994-2002

Jak můžeme vidět z tabulky, došlo ve struktuře držby dluhopisů během existence dluhopisového trhu k několika základním vývojovým tendencím. Dlouhodobě si největší podíl udržují finanční instituce, zejména banky. Jejich podíl sice v prvních několika letech klesl o více než deset procentních bodů, tento pokles lze však vysvětlit rozvojem dalších segmentů kapitálového trhu a růstem rozmanitosti investorů. Zejména podíl institucionálních investorů (mezi nejdůležitější patří pojišťovny a penzijní fondy) postupně narůstal a v současné době již dosahuje téměř dvaceti procent. Tyto dvě skupiny investorů zaujímají k dnešnímu dni dominantní podíl ve struktuře investorů do obligací na českém kapitálovém trhu, když drží více než 90%<sup>29</sup> státních dluhopisů. Tyto cenné papíry nejsou pro ně příliš výnosné (v současné době se úročení pohybuje kolem tří až čtyř procent), ale jejich výhodou je minimální riziko. Podrobnou strukturu držitelů státních dluhopisů k 31.12.2002 ilustruje graf 3. Jak z grafu vidíme, v rámci finančních institucí hrají nejvýznamnější roli bankovní instituce, jejichž podíl dosahuje 43 procent. Druhým, největším investorem jsou stavební spořitelny, které svou přebytečnou likviditu investují výhradně do státních dluhopisů, zejména díky nízkému stupni rizika těchto dluhových instrumentů.

<sup>29</sup> HN (2.11.2003)

**Graf 3 Struktura držitelů státních dluhopisů k 31.12.2002**



Zdroj: Státní závěrečný účet České republiky za rok 2002

Zvětšování podílu institucionálních investorů svědčí o správném trendu vývoje dluhopisového trhu. Na druhou stranu je nutno poznamenat, že podíl některých investorů do obligací nedosahuje takového podílu, abychom mohli mluvit o bezproblémovém fungování dluhopisového trhu. Zejména nízký podíl sektoru domácností je mnohými ekonomy dávám za příklad. Jak například tvrdí, Vladimíra Fichtner, šéf investiční společnosti Pioneer, nelze s přihlédnutím k současné struktuře investorů považovat český dluhopisový trh za fungující, neboť „považuji individuální investory za velice důležité a právě kvůli absenci drobných investorů nepovažuji za fungující ani dluhopisový trh“<sup>30</sup>.

Celkově lze říci, že i když existují názory, považující český dluhopisový trh, na základě struktury investorů, za nefungující, podle mého názoru dochází ve vývoji struktury k pokroku, zejména co se týče růstu podílu institucionálních investorů, skrze které investují i drobní investoři a současný stav považují za dobrou výchozí situaci pro budoucí vývoj.

<sup>30</sup> Ekonom č.24 (2002)

#### 4.3.4 Druhy obligací

V následující části rozdělím emitované dluhopisy podle doby splatnosti a podle způsobu výplaty kupónu. Z hlediska doby do splatnosti a způsobu vyplácení kupónu je pro hladký rozvoj trhu, zejména podnikových dluhopisů, důležitá existence fixně úročených obligací s dostatečně dlouhou dobou splatnosti, které slouží jako „benchmark“ pro stanovení výnosové míry ostatních emisí. Hloubka a dostatečný počet segmentů s jasně stanovenou základní sazbou je zejména v této oblasti nepostradatelný pro další úspěšné fungování dluhopisového trhu.

Analyzujeme-li podrobněji dluhopisy podle typu úročení, zjistíme, že v současné době, zejména díky nízké inflaci a věrohodné snaze centrální banky je většina obligací emitována s pevným kupónem. V rámci všech emitovaných dluhopisů, obchodovaných na pražské burze k dnešnímu dni 65% obligací je emitováno s pevným kupónem. Vypovídací schopnost tohoto faktoru je do jisté míry zpochybnitelná, při rozdílných objemech emisí, a proto je lepší konstruovat vážený průměr tržní kapitalizací. Při takto konstruovaném průměru dosahuje podíl obligací s pevným kupónem 80,1%.<sup>31</sup> S pevným kupónem jsou emitovány všechny státní dluhopisy, drtivá většina HZL a většina bankovních dluhopisů. U podnikových dluhopisů dosahuje tento podíl 44%, ale pozitivním faktem zůstává, že největší emise jako jsou emise SPT Telekom a ČEZ jsou emitovány v drtivé většině s pevným úrokem a určují základní sazby pro ostatní emitenty. V porovnání s vyspělými západoevropskými kapitálovými trhy, ale i okolními zeměmi jako je Polsko nebo Maďarsko, chybí u nás instrumenty typu konvertibilních dluhopisů. Jejich existence je však podmíněna dobře fungujícím akciovým trhem, což je v současnosti problém.

Co se doby do splatnosti týče, můžeme na českém dluhopisovém trhu nalézt dluhopisy s dobou splatnosti většinou od 3 do 15 let, což odpovídá standardním západoevropským trhům. Dluhopisy s delší dobou do splatnosti jsou pouze výjimečné a v podstatě se jedná pouze o 20letý bankovní dluhopis ING a 23letý podnikový dluhopis společnosti CR Euro Securities Transaction. Důležitá je zejména existence jak krátkodobých, tak i středně a dlouhodobých státních dluhopisů. Ještě v roce 1998 emitoval totiž stát pouze střednědobé a krátkodobé dluhopisy a jako „benchmarková“ musela sloužit emise společnosti ČEZ. S rostoucími požadavky na krytí vládních schodků a státního dluhu došlo k emisi prvního 15letého státního dluhopisu v roce 1999. Průměrná doba do splatnosti tak dnes činí 7 let, což

---

<sup>31</sup> [www.pse.cz](http://www.pse.cz), vlastní výpočty

signalizuje již značný rozvoj trhu. Nejnižší průměrnou dobu do splatnosti mají stále dluhopisy státní, ale i u nich dochází k postupnému zvyšování, což lze označit za pozitivní signál. Např. v USA nebo Německu nejsou neobvyklé ani 30leté státní dluhopisy. Dvořáková (2003)<sup>32</sup> shrnuje několik důvodů proč je nutné, aby existovaly dlouhodobé dluhové instrumenty:

- dlouhodobé finanční instrumenty vytvářejí stabilnější finanční rámec pro investiční aktivity podnikové sféry
- jejich existence umožňuje kvalitnější asset management pro institucionální investory s dlouhodobým horizontem svých pasiv
- jsou vhodné k financování dlouhodobých projektů státu

Zejména třetí důvod se v současné době jeví jako aktuální, kdy stát bude dříve či později muset přistoupit k reformě důchodového systému a dluhopisový trh by mohl sloužit jako jeden ze zdrojů získávání dlouhodobých finančních prostředků.

Celkově lze říci, že co se druhové skladby dluhopisového trhu týče, došlo během deseti let jeho existence k postupnému rozvíjení všech základních segmentů trhu a stal se pro korporace prostředkem pro získávání dlouhodobých zdrojů, jenž by nebyly schopny, za stejných nebo výhodnějších podmínek, uspokojit bankovní půjčkou. Zejména pro velké korporace, které jsou schopny splnit podmínku o minimální velikosti emise a které mohou své úrokové sazby stanovovat pouze o něco málo výše než referenční státní dluhopisy, se stává dluhopisový trh výhodným zdrojem financování.

#### **4.3.5 Způsoby obchodování**

Obecně existují dva způsoby obchodování. Stejně tak i na českém dluhopisovém trhu lze emitovat dluhopisy dvojím způsobem

- na neregulovaném OTC trhu
- na regulovaném trhu – Pražské burze cenných papírů

Přístup na OTC trh měli a mají pouze institucionální investoři, banky, brokerské firmy a velké finanční společnosti. Podmínkou obchodu nejsou standardizované a jsou předmětem dohody obou zúčastněných stran. Obchodování probíhá prostřednictvím telescreenu Reuters. Nejaktivnějšími obchodníky jsou banky a brokerské firmy. Přístup drobných investorů je možný pouze prostřednictvím brokera.

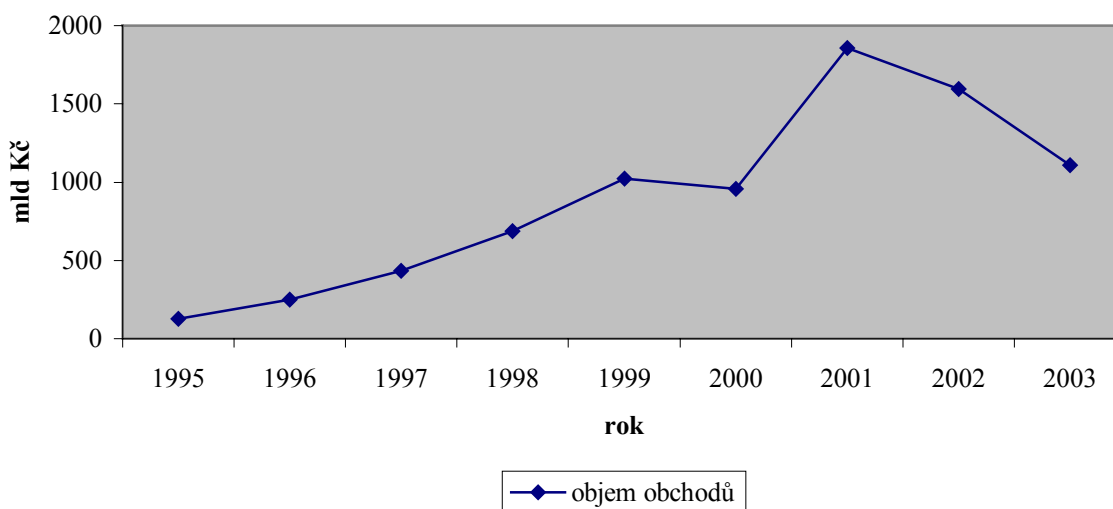
---

<sup>32</sup> Dvořáková (2003)

Druhý způsob obchodování s dluhopisy je prostřednictvím organizovaného trhu. V české republice máme dva organizované trhy : BCPP a RMS. Důležitost RMS při obchodování s dluhopisy je však zanedbatelná, protože objem obchodů nedosahuje ani 1% všech obchodů uskutečněných prostřednictvím organizovaných trhů. Například v roce 2002 činil tento podíl 0,5% při objemu obchodů 8,5 mld. Kč.<sup>33</sup>

Při porovnání BCPP a OTC trhů zjišťujeme, že přímé obchody hrály důležitou roli zejména v úvodních letech obchodování. Vlivem zvýšení poplatků za převod CP ve SCP na přelomu let 1996/1997 došlo k prudkému nárůstu objemu obchodů s dluhopisy na BCPP. Tento trend vývoje dluhopisového trhu je žádoucí, neboť obchody na burze jsou, na rozdíl od obchodů na OTC trzích, cenotvorné a více transparentní pro ostatní účastníky trhu. V následující části se tedy zaměřím na způsoby obchodování na BCPP. Je však nutno poznamenat, že objem obchodů na burze je pouze aproximací a indikací důležitosti dluhopisového trhu, neboť většina obchodů stále probíhá na OTC trzích. Data k těmto obchodům jsou však těžko dostupná. Vývoj ročních objemů obchodů na BCPP ilustruje Graf 4.

**Graf 4 Vývoj ročních objemů obchodů dluhopisů na BCPP**



Zdroj: Výroční zpráva BCPP 2002, [www.pse.cz](http://www.pse.cz)

<sup>33</sup> Výroční zpráva BCPP (2002)



V současnosti mají členové burzy možnost uzavírat obchody v rámci

Automatických obchodů

- aukční režim
- kontinuální režim
- SPAD

Blokových obchodů

- člen-člen
- člen-nečlen

Zmiňme se podrobněji o jednotlivých typech obchodování

- Single-Price Auction (Obchodování při pevné ceně) - k jednotnému časovému okamžiku jsou soustředěny všechny objednávky na nákup a prodej a je stanovena jednotná cena na základě kritéria maximálního zobchodovanného množství. Cena se může vychýlit o 3-5% v závislosti na obchodní skupině CP.
- Kontinuální obchodování při proměnlivé ceně – V tomto systému dochází k uzavírání obchodů na základě průběžného zadávání objednávek. Obchoduje se v letech a systém obsahuje regulační mechanismy k ochraně investora typu maximálního povoleného rozpětí.
- Přímé obchody s bloky CP – Obchod uzavřený mezi členy burzy a zaevidovaný v obchodním systému burzy v dohodnuté ceně, počtu kusů a datu, ke kterému bude obchod vypořádán.
- SPAD – v roce 1998 došlo o rozšíření burzovního publika o Market makery. Market maker je členem burz, který má oprávnění v rámci obchodování v Systému pro podporu trhu akcií a dluhopisů průběžně kótovat cenu daného CP. Důvodem pro zavedení Market makera je podpora likvidity trhu.
- Blokované obchody – tento způsob obchodování je založen na porovnání aktuální nabídky a poptávky po blocích CP formou aukce. Blokované obchody jsou uzavírány anonymně na základě časové priority vkládaných objednávek a stanovená cena je nezávislá na kurzu

V roce 2002 zároveň došlo ke zjednodušení obchodování, kdy CP byly zařazeny pouze do tří obchodních skupin s možností uzavírat obchody v rámci tří obchodních skupin jak ilustruje Tabulka 7.

**Tabulka 7 Typy burzovních obchodů**

Obchodní skupina	Typ burzovního obchodu	Zařazené emise cenných papírů
1	-automatické obchody (aukční a kontinuální režim) - blokové obchody	Všechny zaknihované cenné papíry s výjimkou emisí obchodovaných ve SPAD
2	-automatické obchody (aukční) - blokové obchody	Všechny listinné cenné papíry
3	-automatické obchody (aukční a kontinuální režim) - SPAD - blokové obchody (nadlimitní a člen - nečlen	Cenné papíry zařazené do SPAD

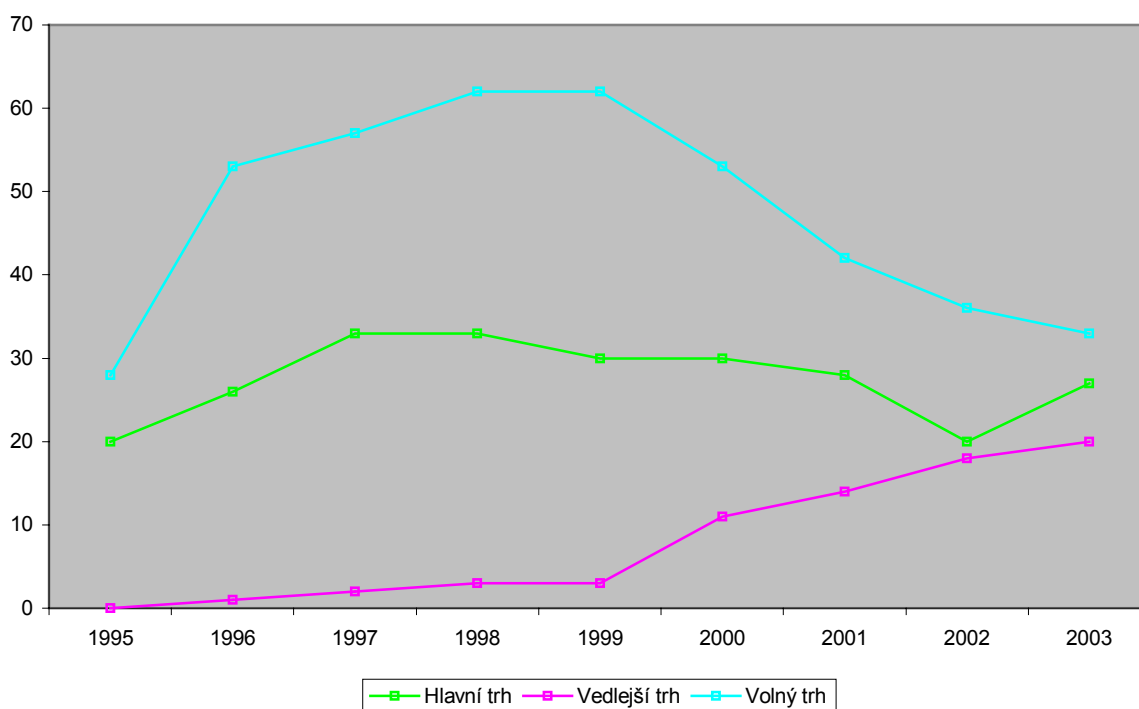
Zdroj: Výroční zpráva BCPP (2002), [www.pse.cz](http://www.pse.cz)

Značnou důležitost hraje i trh v rámci burzy, na kterém se dluhopisy obchodují. V rámci burzy se trh dělí na tři segmenty, které se liší mírou prestiže a požadavků kladených burzou na emitenta. Burzovní trh se dělí na tři základní trhy :

- hlavní
- vedlejší
- volný

Požadavky jednotlivých burzovních trhů jsou specifikovány v Burzovních pravidlech. Hlavní a vedlejší trh jsou považovány za prestižní trhy a vstupem na ně dává emitent najevo svoji ochotu komunikovat směrem k ostatním účastníkům trhu a veřejnosti. Mezi základní požadované údaje, kromě těch, které specifikuje Zákon o cenných papírech, patří : předkládání předběžných hospodářských výsledků, zasílání čtvrtletních hospodářských výsledků, zápisů z valných hromad. Společnosti na hlavním trhu musí navíc předkládat řádnou účetní závěrku podle mezinárodních účetních standardů (IAS). Na hlavním dluhopisovém trhu se obchodují všechny státní dluhopisy a dále pak nejprestižnější podnikové a bankovní dluhopisy. V následujícím grafu 5 můžeme vidět vývoj počtu dluhopisů na jednotlivých segmentech trhu v letech 1995-2003.

**Graf 5 Vývoj počtu obchodovaných dluhopisů na jednotlivých trzích PSE**



Zdroj: Výroční zprávy BCPP 1996-2002, [www.pse.cz](http://www.pse.cz)

Jak je z grafu vidět dochází k postupnému přesunu obchodních aktivit na prestižní trhy (hlavní a vedlejší), což svědčí o správném směru vývoje dluhopisového trhu. Cílem každého trhu obecně je co možná největší transparentnost, o což právě prestižní trhy pražské burzy usilují. V současné době se na volném trhu obchodují zejména hypoteční zástavní listy a ostatní dluhové instrumenty, ať již se jedná o státní či podnikové, jsou obchodovány na hlavním a vedlejším trhu. Jak bude později ukázáno prošel dluhopisový trh v tomto ohledu odlišným vývojem od trhu akciového, kde naopak dochází k opačnému vývoji.

#### **4.3.6 Současný stav dluhopisového trhu**

Cílem této kapitoly je popsat současný stav dluhopisového trhu z finančního hlediska a zároveň jej porovnat se zeměmi střední a východní Evropy, které v současnosti také završily prvních deset let novodobé existence obchodování na kapitálovém trhu. Mezi základní charakteristiky, kterými se budu zabývat patří velikost trhu a jeho likvidita.

Chceme-li zkoumat **velikost** trhu a jeho roli v národním hospodářství, je nejuvhodnější charakteristikou podíl trhu na HDP. Následující tabulka 8 ilustruje podíl tržní kapitalizace veřejně obchodovatelných dluhopisů na BCPP pro akcie a dluhopisy na HDP.

**Tabulka 8 Podíl obchodů na HDP**

	2000		2001	
	celkem	z toho státní	celkem	z toho státní
Dluhopisy/HDP	14,7	5,8	14,9	7,1
Akcie/HDP	22,4	-	15,8	-

Zdroj: Výroční zpráva BCPP (2002), [www.pse.cz](http://www.pse.cz)

Jak vidíme došlo v posledních letech k vyrovnání poměru dluhopisů a akcií na HDP. Jejich podíl však nedosahuje, jak uvádí Dvořáková(2003)<sup>34</sup>, podílu úvěrů, který v roce 2001 dosahoval 43%. Je tedy zřejmé, že zejména podniková sféra stále upřednostňuje formu úvěru před aktivní účastí na kapitálovém trhu, ať již jde o emisi dluhopisů nebo akcií. Nutné je však poznamenat, že tento trend lze vyzorovat i v ostatních kontinentálních zemích západní Evropy, kde je však tento poměr podstatně vyšší.

Analyzujeme-li absolutní velikost trhu, pomocí tržní kapitalizace, zjistíme, že i v této kategorii došlo k výraznému rozvoji dluhopisového trhu a došlo k překonání akciového trhu, jak ilustruje tabulka 9.

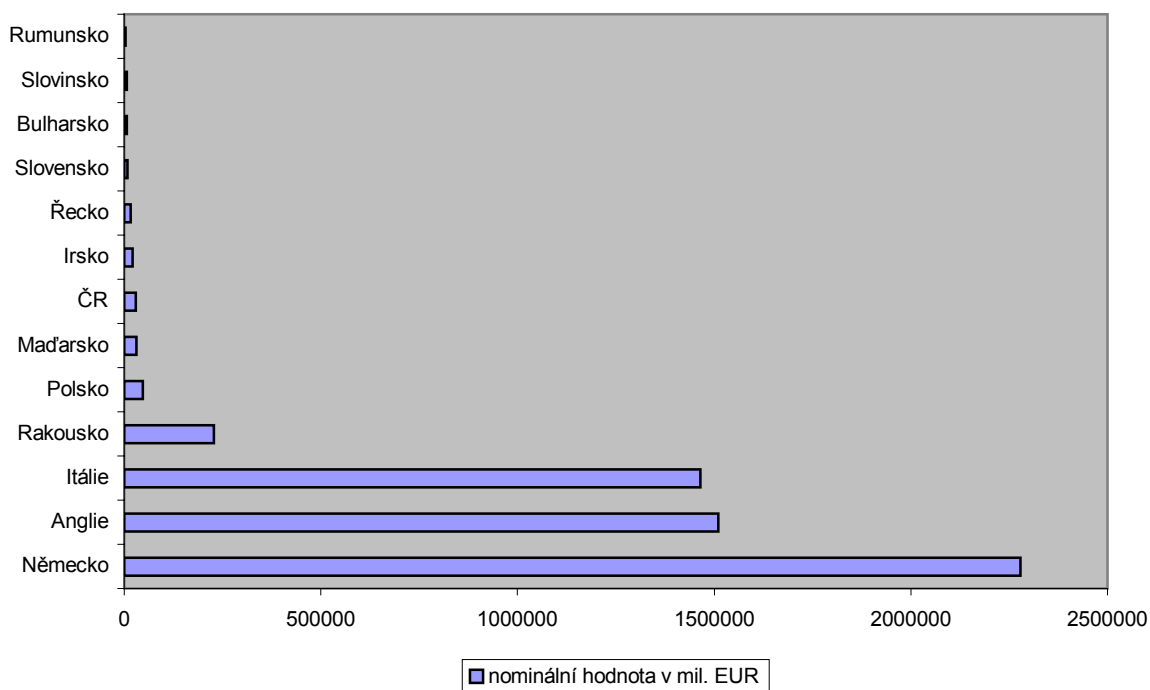
**Tabulka 9 Počet emisí a tržní kapitalizace na BCPP**

	2000		2001	
	Počet emisí	Tržní kapitalizace	Počet emisí	Tržní kapitalizace
Dluhopisy	94	280,1 mld	82	338,8 mld
Akcie	100	428,9 mld	142	314,4 mld

Zdroj: Výroční zpráva BCPP (2002), [www.pse.cz](http://www.pse.cz)

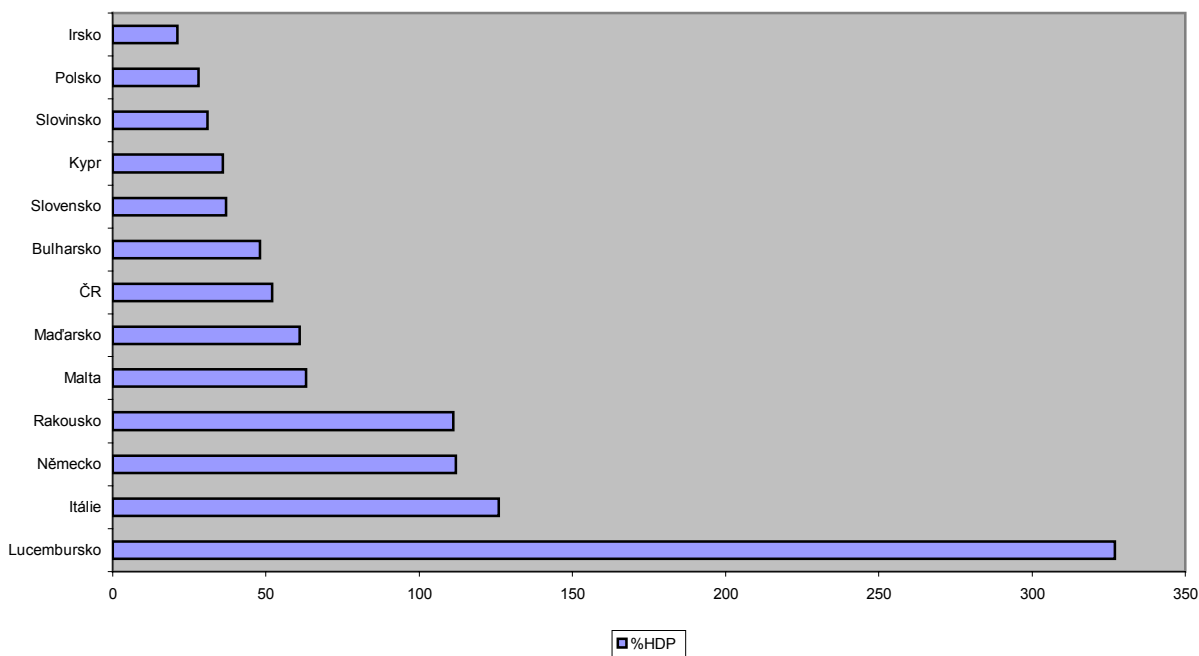
Jak vidíme z tabulky, tak v rámci BCPP došlo k nárůstu důležitosti role dluhopisového trhu a v budoucnu může tento segment hrát vůdčí roli v rámci českého kapitálového trhu. Při mezinárodním porovnání zjistíme, že v rámci dvanácti nově přistupujících zemí do Evropské Unie, se Česká republika řadí na třetí místo v rámci absolutní velikosti trhu za Maďarsko a Polsko a stejné místo jí patří i při relativním porovnání, kde se před nás dostaly Maďarsko a Polsko. Zároveň je však nutné poznamenat, že při porovnání s Rakouskem je náš dluhopisový trh zhruba osmkrát menší, při zhruba stejné velikosti země a stejném počtu obyvatel. Celkový objem dluhopisového trhu a podíl tržní kapitalizace na HDP zemí vstupujících do EU a vybraných zemí západní Evropy ilustrují následující grafy.

**Graf 6 Velikost trhu státních dluhopisů v Evropě**



Zdroj: ECB, červen 2002 (údaje ke konci prosince 2000), použito v Dvořáková (2003)

**Graf 7 Podíl tržní kapitalizace státních dluhopisů na HDP**



Zdroj: ECB, červen 2002 (údaje ke konci prosince 2000), použito v Dvořáková (2003)

<sup>34</sup> Dvořáková (2003)

Celkově lze říci, že český dluhopisový trh jak v relativní, tak i absolutním objemu nijak nezaostává za nejlepšími z nově přistupujících zemí do EU. V porovnání se zeměmi západní Evropy, jejichž trhy se však vyvíjely již od konce druhé světové války, zaostává. Markantní je například porovnání s Rakouskem, kdy náš trh dosahuje pouze 1/8 velikosti trhu rakouského. Vzhledem k nastolenému trendu vývoje však lze v dalším období očekávat postupné snižování tohoto rozdílu.

Druhou klíčovou vlastností každého trhu je míra jeho **likvidity**. Obecně likviditou aktiva rozumíme, např. podle Greener (1994)<sup>35</sup>, *míru snadnosti jeho přeměny na hotovostní fondy*.

Obecně rozlišujeme čtyři základní aspekty likvidity:

- *šířka trhu* je určena spreadem mezi nákupní a prodejní cenou
- *hloubka trhu* je udána objemem cenných papírů, které mohou být při dané ceně obchodovány
- *pohotovost* představuje čas, za který je transakce provedena
- *pružnost* udává čas, za který se cena vrátí na předchozí úroveň po zadání velkého příkazu k obchodování

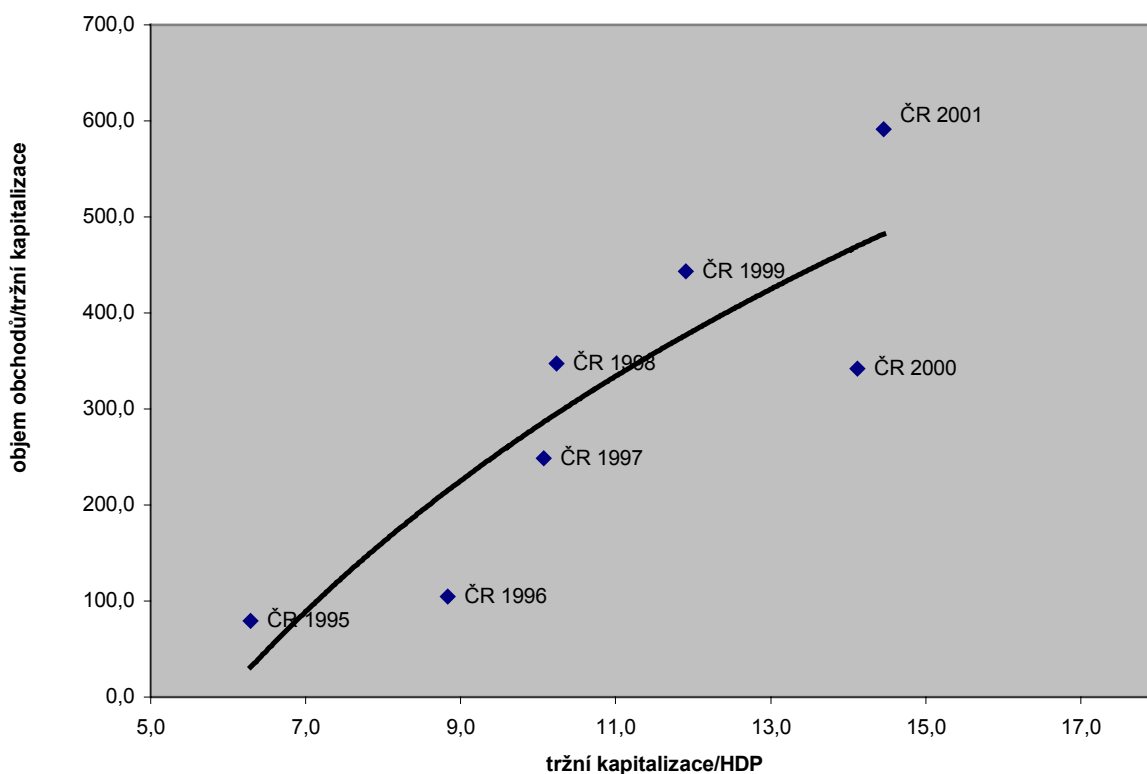
Bohužel pro tento způsob analýzy není na našem trhu dostatek dostupných dat. Z toho důvodu použijí pro ilustraci vývoje likvidity ukazatele objemu obchodů ku tržní kapitalizaci obligací použité např. v OECD (1998)<sup>36</sup>. Veškerá data jsou převzata z výročních zpráv BCPP a vztahují se tedy pouze na obchody na tomto trhu. Následující graf ilustruje vývoj likvidity na českém dluhopisovém trhu mezi roky 1995-2001.

---

<sup>35</sup> Greener (1994)

<sup>36</sup> OECD (1998)

**Graf 8 Likvidita a tržní kapitalizace na českém dluhopisovém trhu**



Zdroj: Výroční zprávy BCPP 1998-2002, OECD (1998), vlastní výpočty

V grafu je zachycen vývoj likvidity v období 1995-2001 ve vztahu k podílu tržní kapitalizace na HDP. Poměr tržní kapitalizace k HDP je ukazatelem, který charakterizuje kvantitativní rozvoj trhu obligací, naproti tomu ukazatel likvidity charakterizuje kvalitativní vývoj na tomto trhu.

Jak z grafu vidíme, dochází na českém dluhopisovém trhu jak ke kvantitativnímu, tak i kvalitativnímu rozvoji. V porovnání s ostatními emerging markets středoevropského regionu se tak Česká republika řadí na přední místa, jak v ukazateli TK/HDP, tak i v oblasti likvidity. Nutné je však poznamenat, že stále nedosahuje hodnot vyspělých západoevropských trhů, což je však pochopitelné vzhledem k délce existence českého trhu. Vývojová tendence však naznačuje, že je v silách českého dluhopisového trhu tento rozdíl postupně snižovat.

### 4.3.7 Závěr

Český dluhopisový trh ukončil první desetiletí své novodobé existence. Při porovnání základních kvalitativních a kvantitativních ukazatelů nijak nezaostává za trhy ostatních „postkomunistických“ zemí, ba naopak je jeden z nejvíce rozvinutých. V porovnání s vyspělými trhy se však projevuje dlouhodobá vývojová absence našeho trhu. Například v porovnání s námi kulturně a geograficky blízkým Rakouskem dosahuje český dluhopisový trh pouze 1/8 objemu obchodů a zhruba stejného poměru TK/HDP.

Za pozitivní trend lze označit stále se rozvíjející počet segmentů na straně emitentů. Podíl státních dluhopisů je v podstatě srovnatelný s vyspělými ekonomikami. V budoucnu lze očekávat nárůst státního podílu, v souvislosti s rostoucími požadavky na krytí státního dluhu a dalších vládních programů, které v budoucnu bude nutno realizovat, jako je např. reforma důchodového systému. Nárůst dominance státních dluhopisů souvisí i se stále nízkým podílem dluhopisového financování českých podniků, což však k geografické poloze nelze považovat za výjimku. Tento stav je pro západní kontinentální Evropu typický, i když i zde postupně začíná proces sekuritizace.

Z hlediska časové struktury dochází k postupnému nárůstu doby do splatnosti, což lze označit za pozitivní vývojový trend. Průměrná doba do splatnosti vzrostla v posledních letech s 3 na 7 let. Nejkratší průměrnou dobu do splatnosti mají stále státní dluhopisy, i když i u nich dochází k postupnému nárůstu, což dokazuje emise prvního 15letého státního dluhopisu. Na vyspělých trzích, jako je např. Lucemburský nebo Německý se však běžně emitují i 30leté státní dluhopisy, k čemuž v Čechách ještě nedošlo.

Rostoucí zájem institucionálních investorů, kteří ve vyspělém světě tvoří jednu ze základních skupin investujících do dluhopisů, vypovídá o správném směru vývoje českého dluhopisového trhu. Jejich poptávka by měla v budoucnu podpořit růst dluhopisového trhu.



## **5 Vývoj českého akciového trhu**

### **5.1 Vznik akciového trhu**

Český akciový trh vznikl výhradně na základě procesu kupónové privatizace, tak jak byl popsán v jedné z předchozích kapitol. Tento trh nebyl vytvořen na základě spontánní aktivity investorů a emitentů, ale podle vize „reformátorů“ československé plánované ekonomiky. Již během prvního roku své existence byl v podstatě zahlcen více než tisícovkou titulů a počet emisí stále narůstal s dokončováním jednotlivých vln kupónové privatizace, což ilustruje tabulka 10.

**Tabulka 10 Uvádění nových emisí na trh**

Uvedení emisí na trh	
22.06.1993	622 emisí z 1. vlny kupónové privatizace
13.07.1993	333 emisí z 1. vlny kupónové privatizace
01.03.1995	674 emisí z 2. vlny kupónové privatizace

Zdroj: Informace o BCPP, a.s., [www.pse.cz/cz/info](http://www.pse.cz/cz/info)

Nově rodící se kapitálový trh tak prodělal jakousi šokovou terapií a zařadil se mezi „největší“ evropská finanční centra, co do počtu obchodovaných emisí, na úroveň London Stock Exchange. Je však samozřejmé, že co do objemu ochodů se tyto dva trhy nedaly vůbec srovnávat. A právě objem ochodů, spíše než počet obchodovaných titulů hraje důležitou roli při cenotvorném procesu. Jak bylo uvedeno v jedné z předchozích kapitol, cenotvorný proces je jednou ze základních funkcí dobře fungujícího kapitálového trhu a od trhem určené ceny se odvíjí investiční rozhodování jednotlivých účastníků trhu. Jestliže je intenzita obchodování nízká, stává se cena tohoto instrumentu lehce manipulovatelnou a neodpovídá vnitřní hodnotě. Jinými slovy za této situace trh nedokáže tento titul efektivně ohodnotit.

Druhou důležitou vlastností cenného papíru je jeho likvidita. Likvidním se cenný papír stává, existuje-li na trhu dostatečná poptávka z řad investorů, kteří využívají kapitálového trhu pro investování svých volných finančních prostředků za účelem budoucího zhodnocení. Při malé likviditě prakticky ztrácí veřejná obchodovatelnost cenného papíru svůj smysl. Dostáváme se tak k prvnímu paradoxu českého kapitálového trhu, jak jej identifikuje ve své studii Havel (1998) : „*zatímco ve standardním světě je důvodem vzniku kapitálového trhu relativní přebytek kapitálu, resp. Problém jeho efektivní alokace, důvodem vzniku českého kapitálového trhu byla naopak absence kapitálu*“.

Kupónová privatizace dále přisoudila status veřejné obchodovatelnosti téměř všem akciím bez toho, aby brala ohled na nutný objem emise veřejně nabízených akcií. Je těžké striktně určit, jaká je optimální hodnota, od které lze již mluvit o dostatečném objemu, nicméně určitou orientační hodnotu uvádí Havel (1998)<sup>12</sup> ve své studii, kde za rozumnou hranici považuje 1 mld. Kč. Podíváme-li se na některé emise, které byly uvedeny během „postprivatizačního boomu“ uvedeny na trh, zjistíme, že mnohé z nich se této hranici zdaleka nepřibližují. Zhruba 850 emisí bylo menších než 100 mil. Kč a okolo 1200 emisí nedosahovalo 200 mil. Kč. Doslova extrémními se staly případy, kdy status veřejné obchodovatelnosti měly i tituly, jejichž objem dosahoval pouze 30 mil. Kč.

I co se samotného přijetí na trh se Česká republika stala poměrně benevolentní, což na jedné straně může stimulovat podniky, aby si zdroje financování obstarávaly právě na kapitálovém trhu, na druhé straně, což je však pro úspěšné fungování trhu mnohem důležitější, nezaručuje dostatečnou bonitu emitenta. V českých podmínkách tak například absolutně chyběl předpis týkající se zisku, která jako jedna z mnoha zajišťuje kvalitu trhu tím, že jsou zde obchodovány především perspektivní podniky. Tabulka 11 zobrazuje požadavky vstupu na hlavní trh BCPP.

**Tabulka 11 Podmínky vstupu na hlavní trh BCPP**

	Limitní hodnota
Doba podnikání (roky)	2
Minimální objem emise na burzovním trhu	200
Minimální základní jmění (v mil. USD)	1
Účetní hodnota společnosti (v mil. USD)	Ne
Veřejná emise/celková emise v %	20
Minimální objem emise v rukou minoritních vlastníků	Ne
Minimální počet akcionářů	Ne
Podmínky na generaci zisku	Ne

Zdroj: BCPP, popis obchodování, [www.pse.cz/cz/obchodovani/prompt](http://www.pse.cz/cz/obchodovani/prompt)

Vstup na burzu však v ČR nebyl iniciativou podniků a pro některé z nich neměl prakticky žádný význam, neboť brzy zjistily, že nejsou schopny se refinancovat prostřednictvím kapitálového trhu. Dostáváme se tak ke druhému paradoxu nově vznikajícího českého kapitálového trhu : *vstup firem na BCPP nebyl veden jejich iniciativou, ale direktivním*

*nařízením. Neexistovala snaha firem maximalizovat tržní hodnotu svých akcií a selhává tak jeden ze základních kanálů corporate governance.*

Neschopnost podniků získat zdroje na kapitálovém trhu vede k nestandardnímu postoji k minoritním akcionářům. Zatímco na vyspělých kapitálových trzích je minoritní akcionář středem pozornosti, stával se český minoritní akcionář pouze nutným zlem v procesu redistribuce vlastnictví a mnohdy měl už předem pocit porážky a vyšachování. Je proto přirozené, že se snaží od této hry odstoupit, popř. do ní vůbec nevstupovat.

Závěrem lze tedy konstatovat, že český akciový trh vznikl za velmi nestandardních podmínek, což předurčilo jeho vývoj na mnoho budoucích let. V následující kapitole budu podrobně analyzovat jednotlivé vývojové tendence českého akciového trhu.

## **5.2 IPF a kolektivní investování**

*„Jestliže investiční a podílové fondy představují ve světě cestu k omezení finančních rizik, české fondy se staly symbolem finančního desperátství“<sup>37</sup>*

### **5.2.1 Privatizace a vznik IPF**

Chceme-li analyzovat vývojové tendence na českém akciovém trhu, musíme nejprve popsat činnost investičních privatizačních fondů (dále IPF), která ovlivnila budoucí vývoj trhu na několik let dopředu. Investiční fondy vznikly jako nedílná součást procesu privatizace, jak byla popsána v jedné z prvních kapitol, na základě nařízení vlády č.383/1991 Sb.<sup>38</sup>. Již prvním paradoxem se stává, že IPF vznikly dříve než samotný zákon o fondech, který vznikl až v roce 1992<sup>39</sup>. Právní formou to byly akciové společnosti, které byli zřizovány většinou velkými bankami, finančními institucemi, ale i jednotlivci. Banky (většinou státní) byly v tomto procesu neaktivnější. Všechny založily investiční společnosti, které dále založily celou řadu IPF. V době vzniku podléhaly fondy dvěma základním omezením:

- nemohly držet více než 20% akcií jedné společnosti
- akcie jedné společnosti nemohly tvořit více než 10% hodnoty jejich portfolia

---

<sup>37</sup> Havel (1998)

<sup>38</sup> nařízení vlády ČSFR č.383/1991 Sb., ze dne 5.9.1991, o vydání a použití investičních kupónů

<sup>39</sup> zákon č.248/1992 Sb.

Detailnějšího regulačního rámce se dočkali až fondy vstupující do druhé vlny kupónové privatizace a to na základě již zmíněného zákona č.248/1992 Sb. o investičních společnostech a investičních fondech. Takto nově zakládané fondy mohly své záležitosti spravovat samostatně a nemusely být řízeny investiční společností. Navíc investiční společnosti mohly zakládat otevřené podílové fondy, které neměly formu akciové společnosti. Většina investičních společností také zvolila pro druhou vlnu privatizace tuto formu. V obou vlnách se takto zakládané IPF staly rozhodujícími aktéry procesu privatizace, jak ilustruje následující tabulka 12.

**Tabulka 12 Podniky, fondy a kupónové body ve dvou vlnách kupónové privatizace**

	<b>První vlna*</b>	<b>Druhá vlna</b>
Počet privatizovaných společností	1491	861
Hodnota privatizovaného majetku	299,4 mld. Kč	155 mld. Kč
Počet registrovaných IPF	437	193 (63 nových)
Počet registrovaných otevřených IPF	-	158
Počet kupónových bodů	8 560 mil.	6 160 mil.
Procentní podíl bodů svěřených IPF	72%	64% (38% v otevřených podílových fondech a 26%v IPF

Zdroj: Kotrba (1997)

\* první vlna proběhla před rozdělením Československa, údaje v tabulce se týkají údajů za obě republiky

Veřejnost, která neměla žádné zkušenosti s investicemi do cenných papírů a nedokázala většinou získat informace o privatizovaných společnostech, svěřila velké množství svých kupónů právě do rukou fondů, což jim mohlo umožnit účastnit se v orgánech společností jako aktivní podílníci a vyvíjet tlak na vyšší efektivnost v zájmu svých akcionářů. Fondy se tak staly klíčovými aktéry vyvíjejícího se systému corporate governance a sehrály významnou roli ve vývoji vztahů mezi vlastníky a managementy ve společnostech privatizovaných kupónovou metodou. I ve druhé vlně zopakovaly fondy svůj úspěch, ačkoliv se větší část „dyků“ rozhodla investovat samostatně (36% oproti 28% v první vlně). Takováto účast IPF v procesu privatizace nebyla v ostatních tranzitivních ekonomikách, s výjimkou Slovenska, ani zdaleka tak velká, jak tomu bylo v České republice. Rozložení kupónových bodů mezi jednotlivé fondy bylo velmi nerovnoměrné a některé investiční společnosti spravovaly více než jeden fond. Proto je důležité zdůraznit spíše vlastnické pozice dosažené největšími investičními společnostmi než jednotlivými fondy, čímž se dostáváme k jednomu z klíčových znaků vývoje korporativního vlastnictví, tj. že většina investičních společností a fondů byla malá a získala jen malou část kupónových bodů, resp. akcií podniků. Na scéně dominovaly

velké investiční společnosti, často založené bankami a pojišťovny. Následující tabulka 13 je zaměřena na výsledky 13 největších investičních společností v obou vlnách kupónové privatizace a počet kupónových bodů, které měly k dispozici. Zároveň jsou zde uvedeny mateřské společnosti těchto společností. Tabulka ukazuje také některé základní znaky české kupónové privatizace a následný vliv na správu a řízení společností.

**Tabulka 13 Největší investiční společnosti a jejich podíl na zisku kupónových bodů v první a druhé vlně kupónové privatizace**

Investiční společnost a její mateřská instituce	První vlna	
	v mil.	podíl v %
SIS (Česká spořitelna)	950	15,6
První investiční (IPB)	724	11,9
Harvard Capital and Consulting	639	10,5
Všeobecná úvěrová banka invest	501	8,2
Investiční kapitálová společnost (KB)	466	7,6
Kapitálová investiční spol. (Č.pojišť.)	334	5,5
Slovenská investiční (Slov. Inv. Banka)	333	5,4
Slovenská spořitelna VSŽ Košice	169	2,8
Creditanstalt	166	2,7
První privatizační fond (PPF)	118	1,9
ŽB Investiční společnost (Živnobanka)	118	1,9
Slovenská pojišťovna	117	1,9
Agrobanka IS	111	1,8
Celkem za 13 největších společností	4744	77
Celkem za všechny IPF	6135	100

Zdroj: Hashi (1997)

Investiční společnost a její mateřská instituce	Druhá vlna	
	počet kupónů	
	v mil.	podíl v %
A-Invest (Agrobanka)	320	8,2
Expandia (Chemapol)	306	7,8
Harvard Capital and Consulting	292	7,4
O.B.Invest(Kvanto) (ČSOB)	198	5,1
Kapitálová investiční spol. (Č.pojišť.)	187	4,8
Investiční společnost podnikatelů	157	4,0
IF YSE(LinhArt)	156	4,0
II.Czech Coupon Invest	152	3,9
SIS (Česká spořitelna)	124	3,2
Investiční kapitálová společnost (KB)	124	3,2
První privatizační fond (PPF)	119	3,0
První investiční (IPB)	98	2,5
C.S.Fond	94	2,4
Celkem za 13 největších společností	2327	59,5
Celkem za všechny IPF	3920	100

Zdroj: Hashi (1997)

Z tabulek je patrné, že podstatnou stránkou programu kupónové privatizace nebyl ani tak spontánní vznik stovek IPF, ale fakt, že privatizační proces ovládlo v obou vlnách asi 13 velkých investičních společností, které získaly většinu investičních bodů a dále je nutno zdůraznit druhý problematický rys výsledné situace, a to vzniklé křížové vlastnictví fondů, investičních společností a bank.

Hlavní událostí postprivatizačního procesu se však stala tzv. třetí vlna privatizace a obcházení regulace týkající se diverzifikace portfolia a vlastnictví bank investičními společnostmi. Třetí vlna se týkala hromadného skupování a prodávání akcií investičními privatizačními fondy i individuálními investory. Investiční fondy totiž velmi brzo zjistily, že přesto, že vlastní velké podíly, nejsou schopny ovlivňovat managementy portfoliových společností tak, jak si přály. Mnoho z nich se zbavilo celé řady akcií a snažilo se redukovat portfolio, aby snížily diverzifikaci svých portfolií a vytvořily koncentrovanější vlastnické podíly v menším počtu společností a vyhnuly se konfliktu s ostatními institucionálními investory, což je úplně opačná snaha, než by měl mít kvalitní portfoliový správce, jak je tomu ve vyspělých západoevropských zemích. Zatímco ve vyspělém světě se investiční fondy soustředí na diverzifikaci svých portfolií a správu majetku akcionářů, začaly se fondy u nás domáhat aktivní správy majetku privatizovaných společností. A jak dále uvádí Havel (1998) :

*„tato skutečnost je často kritizována, neboť touto cestou se fondy dostávají k důvěrným informacím, které pak dále mohou využívat při svých aktivitách na kapitálovém trhu.“*

Druhým typickým rysem třetí vlny privatizace se stala skutečnost, že některé IPF objevily v roce 1996 možnost konverze na průmyslový holding, což jim umožnilo vyhnout se některým ustanovením zákona o investičních společnostech a investičních fondech (jednalo se zejména o 20% limit akcií jedné společnosti). Například fond PPF využil této možnosti již v dubnu 1996 a brzy jej následovaly Harvardské fondy a brzy i mnoho dalších. Vláda reagovala požadavkem na schválení jakýchkoliv změn ve statutu společnosti odborem Ministerstva financí. Ale do doby, než vstoupilo toto opatření v účinnost (červenec 1996) změnilo svůj statut 121 investičních fondů a 9 investičních společností. Do dubna 1997 tak učinilo ještě dalších 32 fondů na základě povolení. I když v mnoha případech se jednalo o snahu vedenou zcela dobrými úmysly, množství správců fondů využilo tuto transformaci pouze k vyhnutí se pravomocí regulátora a k následnému vlastnímu obohacení na úkor vlastníků fondu. Do jisté míry až zdrcující odhad uvádí ve svém článku Havel (1998), kdy podle odhadů některých pesimistů došlo díky správcům fondů ke zpronevěře téměř poloviny svěřeného majetku. Jak však sám uvádí, nelze tyto údaje potvrdit hlubší analýzou. Faktem však zůstává, že proces privatizace a následné činnosti některých, či dokonce většiny, což nechávám na odborném posouzení každého čtenáře, investičních fondů vzbudil vysokou nedůvěru ve veškeré fondy a kolektivní investování jako takové. Slovo fond se téměř stalo synonymem pro „tunelování“ a jinou finanční kriminalitu. Není ani snad nutno dodávat že trh se z tohoto počátečního šoku vzpamatoval několik dalších let.

## **5.2.2 Právní úprava kolektivního investování**

V České republice je problematika kolektivního investování řešena zákonem č.248/1992 o investičních společnostech a investičních fondech a jeho pozdějšími změnami a doplňky, z nichž poslední je z roku 1998. Za kolektivní investování se považuje obhospodařování majetku v investičním fondu (spravovaném investiční společností na základě obhospodařovatelské smlouvy nebo samospravovaném) nebo podílovém fondu, dále je zákonem vymezeno jako podnikání, jehož výlučným předmětem je zákonem vymezené shromažďování peněžních prostředků, jejich ukládání, jakož i zcizování majetkových hodnot, jež byly tímto ukládáním nabyty, za jiné majetkové hodnoty. Obchody s cennými papíry smí investiční společnost vykonávat pouze prostřednictvím makléře nebo obchodníka s cennými papíry.

Novela Zákona o investičních společnostech a fondech implementovaná v polovině roku 1998 přinesla pro obor kolektivního investování několik velmi podstatných změn. Jednou z nejvýraznějších změn je snížení maximálního limitu pro podíl fondu na velikosti jedné emise z 20% na 11%. Dále hodnota cenných papírů jednoho druhu vydaných stejným emitentem nesmí tvořit více než 10% majetku v podílovém fondu. Pouze u některých druhů dluhopisů je tato hranice zvýšena na 30 %. (Jedná se o dluhopisy státní, ČNB, členských zemí OECD a jejich centrálních bank.) Novela dále představila nový a poměrně zásadní mechanismus pro české kolektivní investování, stejně tak jako pro český kapitálový trh, a to je nucená přeměna kupónových uzavřených fondů na otevřené. Uzavřený podílový fond se bude podle této novelizované normy muset přeměnit na otevřený, přesáhne-li průměr jeho posledních 18 diskontů během prvního roku od nabytí účinnosti zákona 40 %, za dalších 9 měsíců 30 % a průměr posledních 12 diskontů kdykoliv po uplynutí 21 měsíců od nabytí účinnosti zákona 20 %. Uzavřené podílové fondy, jejichž diskont odolá všem výše uvedeným procentním limitům, pak musely investiční společnosti přeměnit na otevřené do konce roku 2002. Pro investiční fond pak platí stejné povinnosti otevření, za dodržení mírně odlišného prováděcího mechanismu.

Další podstatnou změnou bylo přenesení kontrolního procesu z Ministerstva financí na Komisi pro cenné papíry. V případě, že investiční společnosti a fondy neplní své povinnosti, má Komise pro cenné papíry v rukou celou řadu sankcí a opatření, které může uplatnit. Kromě udělení pokuty až 100 milionů Kč může například nařídít investičnímu fondu změnu obhospodařující investiční společnosti, nařídít změnu depozitáře, rozhodnout o nuceném převodu obhospodařování podílového fondu na jinou investiční společnost, nucenou správu, snížení základního jmění investičního fondu, odejmout povolení ke vzniku fondu či společnosti nebo povolení k vytvoření podílového fondu atd.

### **5.2.3 Vývoj kolektivního investování**

Oblast kolektivního investování patří ve světě k jedné z nejdynamičtěji rozvíjejících se oblastí kapitálového trhu. A proto si myslím, že chceme-li analyzovat vývoj kapitálového trhu, musíme se o této oblasti hlouběji zmínit. Do této oblasti patří investice tzv. institucionálních investorů, mezi které patří investiční fondy<sup>40</sup>, investiční společnosti a pojišťovny. V České republice došlo na přelomu poloviny devadesátých let k postupnému

---

<sup>40</sup> pojem investiční fond zahrnuje ve světě všechny typy otevřených i uzavřených fondů umožňujících kolektivní investování do cenných papírů, prostředků peněžního trhu apod. To je rozdíl od české praxe, kde investiční fond označuje zvláštní právní formu uzavřeného investičního fondu vzešlého z kupónové privatizace



upadání tohoto odvětví. Zatímco v této době docházelo celosvětově k růstu majetku spravovaného institucionálními investory o 15-20% ročně<sup>41</sup>, došlo v České republice k meziročnímu poklesu o 12,6%. Na první pohled by se mohlo zdát, že tento růst byl způsobem růstem cen kapitálových trhů v zahraničí, což však při bližším pohledu zamítneme. Růst kapitálového trhu se podílel pouze 25% a zbylých 75% připadlo na růst investorských vkladů. Ve své studii identifikuje Jiří Brabec<sup>42</sup>, předseda představenstva UNIS ČR, důvody proč podle něj k tomuto poklesu došlo. Tyto důvody v podstatě korespondují se závěry minulé kapitoly o IPF. Jako první a hlavní důvod poklesu zájmu investorů uvádí důsledek hospodaření IPF, které v období nedostatečné vynutitelnosti práva provedly řadu deformací trhu, které vážně a dlouhodobě podlomily důvěru v kolektivní investování. Jako příklady uvádí zpronevěry majetku ve fondech, záměrně špatné hospodaření, které přinášelo ztráty podílníkům a akcionářům fondů a zisk subjektům spojeným se správcem fondu, změny fondů na finanční holdingy bez respektování zájmů minoritních akcionářů apod. Situaci dále zhoršovala skutečnost, že „špatné příklady táhnou“. Druhým, méně závažným důvodem, poklesu zájmu investorů v kolektivní investování spatřuje v nespokojenosti investorů s výkonností fondů. Racionální část této nespokojenosti byla vyvolána především poklesem cen akcií na veřejných trzích mezi roky 1995-1996. Méně racionální část této nespokojenosti byla vyvolána nadměrnými očekáváním spojenými s kupónovou privatizací, která byla živena jak politiky, tak barnumskou reklamou některých neseriózních správců fondů.

Situace začala být kritická i pro poctivé správce fondů, kteří museli započít proces postupného zpětného nabývání důvěry v oblast kolektivního investování. K postupné nápravě začalo docházet dvěma paralelními procesy, které můžeme označit za pasivní a aktivní. Podstatou pasivního je odchod řady falešných hráčů a nepoctivých hráčů, kteří již „splnily“ svůj záměr. Někteří odešli tím, že změnilly fondy na holdingy, aniž přitom poskytlí akcionářům fondu možnost výstupu za spravedlivou cenu. Další odešli v důsledku špatného hospodaření (často záměrně špatného), které vedlo až k zániku jimi spravovaných fondů. To samo o sobě bylo jistě negativním jevem, ale trh se tak vyčistil a zbylí hráči na trhu si začali uvědomovat nutnost spolupracovat na budování trhu, založeného na respektování psaných a nepsaných pravidel, což můžeme označit za aktivní proces. Toto úsilí je motivováno nejen etickými záměry, ale zejména ekonomickými, tedy snahou dlouhodobě podnikat v tomto odvětví, což nutně znamená získat a udržet důvěru investorů. Vznikla tak UNIS ČR, která

---

<sup>41</sup> Brabec (1998)

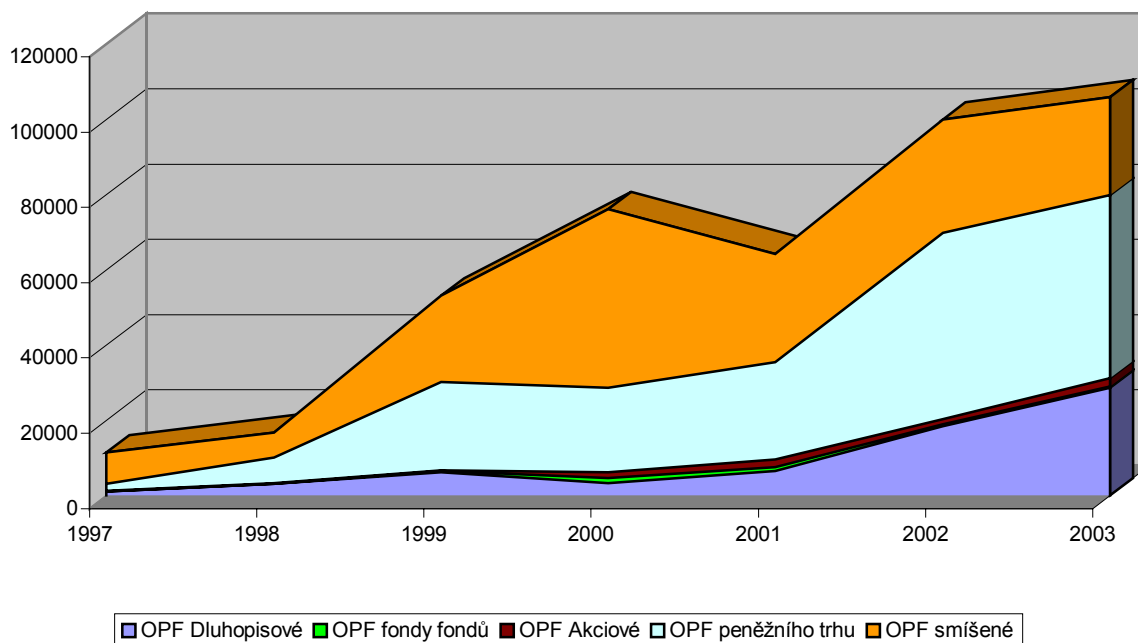
<sup>42</sup> Brabec (1998)

měla právě tyto body za svůj cíl a právě v tomto období byl nastartován proces obnovy kolektivního investování v České republice.

K dalšímu vyčištění trhu došlo v roce 1998, který jej s trochou nadsázky možno označit za soumrak investičních fondů. V tomto roce byla totiž uzákoněna nutná transformace těchto fondů na otevřené podílové fondy, jak popisují v předešlé části této kapitoly, a tím se výrazně změnila pozice drobných investorů, kteří se z pozice akcionáře náhle stali podílníky. Zároveň docházelo ke značnému nárůstu diskontu, což je rozdíl mezi cenou akcie a hodnotou majetku připadajícího na tento akciový podíl. Po otevření fondů samozřejmě následoval prodej jednotlivých podílů. V současné době působí na trhu jen velmi málo investičních fondů, které se zejména díky existenci právních překážek nedokázali transformovat.

V současné době dochází v oblasti investičních společností a otevřených podílových fondů k vysokému meziročnímu nárůstu spravovaného majetku. V současnosti patří české fondy k jedněm z nejdynamičtěji se rozvíjejících se fondů v Evropě, kdy jimi spravovaný majetek vzrostl mezi roky 2001 a 2002 o 60%.<sup>43</sup> Následující graf 9 zachycuje vývoj majetku spravovaného investičními fondy a jejich současnou strukturu.

**Graf 9 Vývoj majetku spravovaného investičními fondy v mil. Kč**



Zdroj: UNIS, [www.uniscr.cz](http://www.uniscr.cz)

<sup>43</sup> [www.uniscr.cz](http://www.uniscr.cz)

Jak můžeme z grafu vidět, dochází k postupnému nárůstu téměř u všech segmentů kolektivního investování. Případnému rychlejšímu vývoji, zejména českých fondů brání odlišná míra zdanění českých a zahraničních fondů. Zatímco drtivá většina zahraničních fondů je osvobozena od daně, činí tato pro české fondy 15%. Domácím fondům naopak pomáhá silná koruna, která snižuje výnosy fondů denominovaných v cizích měnách. V současné době patří čtvrtina až pětina trhu zahraničním fondům a tento podíl se po vstupu České republiky do Evropské unie bude nadále zvyšovat.

Situaci na trhu kolektivního investování v budoucnu významně ovlivní připravovaný zákon o kolektivním investování, v menší míře pak i zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Jejich cíl je shodný – dál přiblížit situaci na českém trhu podmínkám, v nichž podnikají fondy i další subjekty v Evropské unii. Nový zákon přináší také změnu názvosloví. Umožní především vznik nových typů fondů – realitních, derivátových, aj. Jinak budou také koncipovány investiční limity, které budou muset fondy dodržovat tak, aby se zvýšila bezpečnost vkladatelů.

Další potenciální rozvoj kolektivního investování v podmínkách České republiky spatřuji zejména v oblasti pojišťoven a penzijních fondů. Zejména oblast penzijní fondů nabude v budoucnu důležitosti s tím, jak Česká republika provede dříve či později reformu důchodového a přejde na třípilířový důchodový systém tak, jak v minulosti učinilo i Polsko, nebo v poslední době Slovensko. Logicky tak dojde k nárůstu vkladů do penzijních fondů a dalšímu nárůstu důležitosti kolektivního investování. Otázkou zůstává, kam tyto fondy budou své prostředky investovat. Zda-li na českém kapitálovém trhu, či využijí jiných západoevropských trhů. A právě podrobnému vývoji českého akciového trhu se hodlám zabývat v následující kapitole.

### **5.3 Vývoj akciového trhu**

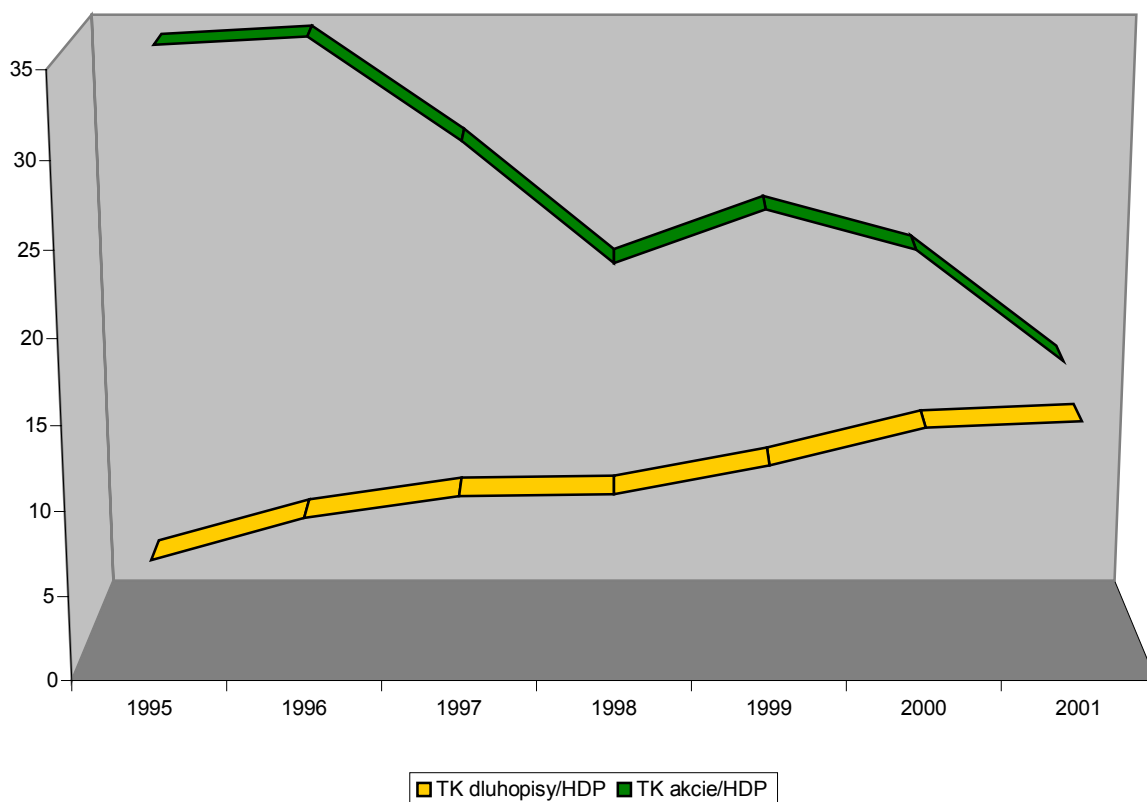
Cílem této kapitoly je popsat vývoj akciového trhu a porovnat tento vývoj s trhem dluhopisovým. Nesoustředím se již na vývoj institucionálního prostředí a jeho vliv na akciový trh, neboť toto bylo již popsáno v kapitole nazvané regulace a vývoj institucionálního prostředí. Při hlubším zkoumání zjistíme, že porovnání je velmi složité, neboť oba trhy se vyvíjejí jiným směrem. Zatímco dluhopisový trh bylo možno rozdělit na trh primární a sekundární a ty analyzovat, u akciového trhu musíme postupovat jinak. V úvodní části této kapitoly byl popsán vznik trhu. Od té doby, jestliže zmiňujeme akciový trh, hovoříme o trhu sekundárním, který bude předmětem analýzy této kapitoly. Primární trh akcií se až do

současnosti vůbec nerozvinul, což může být považováno za jeden z největších nedostatků. Příčinám nerealizace primárních emisí (IPO) se budu podrobně věnovat v následující kapitole. Jak již bylo zmíněno v kapitole o dluhopisech, základními dvěma charakteristikami, popisujícími kvalitu trhu je jeho velikost a likvidita, jak byly definovány v citované kapitole.

### 5.3.1 Velikost akciového trhu

Velikost akciového trhu je měřen pomocí ukazatele tržní kapitalizace, což je součin aktuálního kurzu akcie, vynásobený počtem obchodovaných akcií. Stejně jako u dluhopisů můžeme tuto hodnotu uvádět v korunové či dolarové absolutní výši, nebo tento poměr vztáhnout k HDP, což nám lépe umožní jednak pochopit důležitost kapitálového trhu v rámci hospodářství každé země a jednak umožní porovnat, jak je kapitálový trh rozvinut a využíván v mezinárodním porovnání. V následujících grafech 10 a 11 můžeme vidět vývoj tržní kapitalizace jak v absolutní výši, tak i v poměru k HDP.

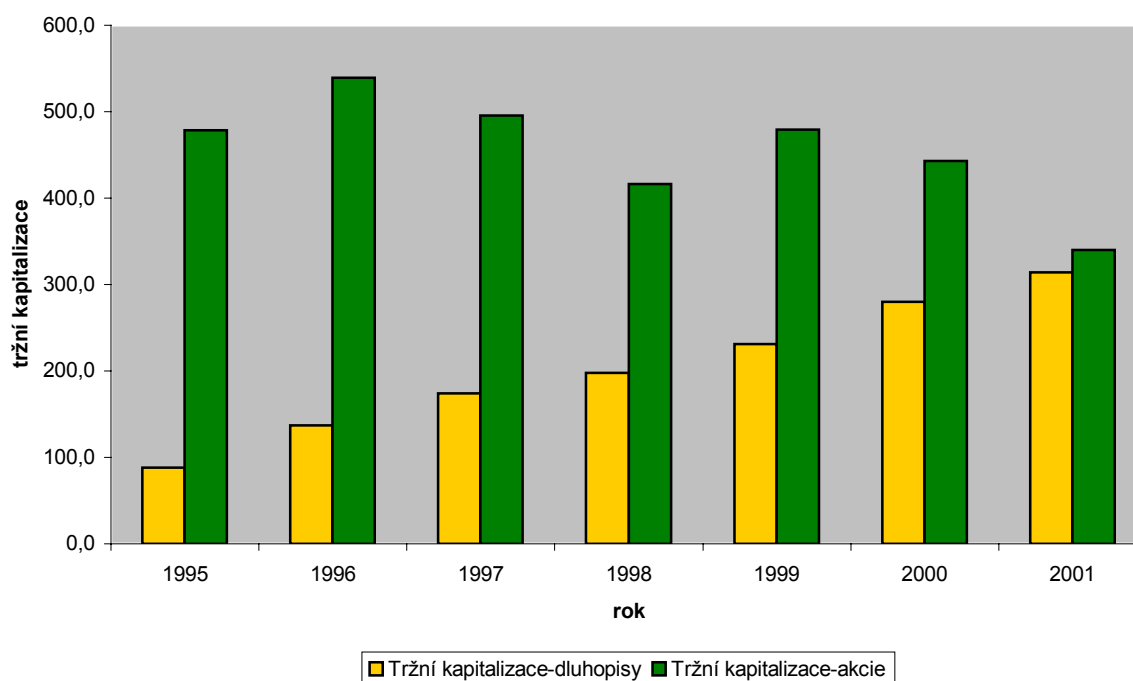
**Graf 10 Vývoj tržní kapitalizace akcií a dluhopisů v poměru k HDP**



Zdroj: BCPP, [www.pse.cz](http://www.pse.cz)

U obou trhů můžeme pozorovat diametrálně odlišný vývoj v poměru tržní kapitalizace/HDP. Z definice ukazatele tedy vyplývá, že důležitost jednoho trhu v rámci ekonomiky stoupá, zatímco druhého upadá. Je však nutno dodat, že údaje za akciový trh, zejména v prvních letech existence trhu jsou do značné míry zkresleny, což se pokusím ilustrovat v následující části, zabývající se vývojem tržní kapitalizace na obou trzích.

**Graf 11 Vývoj tržní kapitalizace akcií a dluhopisů na BCPP (v mld. Kč)**



Zdroj: BCPP, [www.pse.cz](http://www.pse.cz)

Jak vidíme z grafu můžeme na českém kapitálovém trhu pozorovat dvě vývojové tendence. K neustálému nárůstu tržní kapitalizace dochází u dluhopisového trhu, zatímco u akciového trhu došlo v posledních několika letech ke stagnaci nebo dokonce poklesu. Zatímco u dluhopisového trhu je nárůst způsoben jednak růstem objemu obchodů, tak i emisemi nových dluhopisů, zejména státních, tak u akciového trhu souvisí vývoj především s poklesem počtu titulů, obchodovaných na BCPP. Až druhořadě souvisí vývoj tržní kapitalizace s vývojem cen jednotlivých titulů. Jak již bylo diskutováno dříve, 50% všech společností, které představovaly 30% HDP bylo privatizováno kupónovou metodou a mnohdy násilně vrženo na akciový trh, aniž by splňovaly alespoň elementární požadavky běžné v západní Evropě, zejména co se likvidity a objemu titulu týče. Postupně však byly tyto tituly vyřazovány z obchodování tak, jak mnohé firmy zjišťovaly neefektivnost setrvání na BCPP a začaly od

roku 1995 burzu postupně opouštět. Po vzniku KCP se i tato instituce začala zabývat neskutečně vysokým počtem společností působících na veřejném trhu a započala proces jeho snižování. K dramatickému poklesu počtu obchodovaných společností došlo mezi roky 1996-1997, kdy byl však odchod z trhu sankcionován povinným odkupem. Od roku 2000 není tento povinný odkup uplatňován, pokud společnost nespĺňuje podmínky veřejné obchodovatelnosti. Vývoj počtu společností na BCPP uvádí následující tabulka.

**Tabulka 14 Vývoj počtu společností obchodovaných na BCPP**

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
BCPP	1 024	1 698	1 628	300	283	181	142	100	79

Zdroj: BCPP, [www.pse.cz](http://www.pse.cz)

Chceme-li tedy porovnávat vývoj akciového a dluhopisového trhu, musíme si uvědomit, že zejména v prvních letech existence je toto porovnání značně komplikováno rozdílným pojetím vzniku trhu, kdy dluhopisový trh vznikl na základě spontánní aktivity a teprve v budoucnu docházelo k jeho postupnému růstu, zatímco akciový trh vznikl do značné míry násilně a ukazatel tržní kapitalizace byl tak hrubě ovlivněn. V současnosti se již dluhopisový trh dostal, co se tržní kapitalizace týče na úroveň trhu akciového a vzhledem k neexistenci primárního trhu s akcie nepředpokládám změnu trendu vývoje u obou trhů.

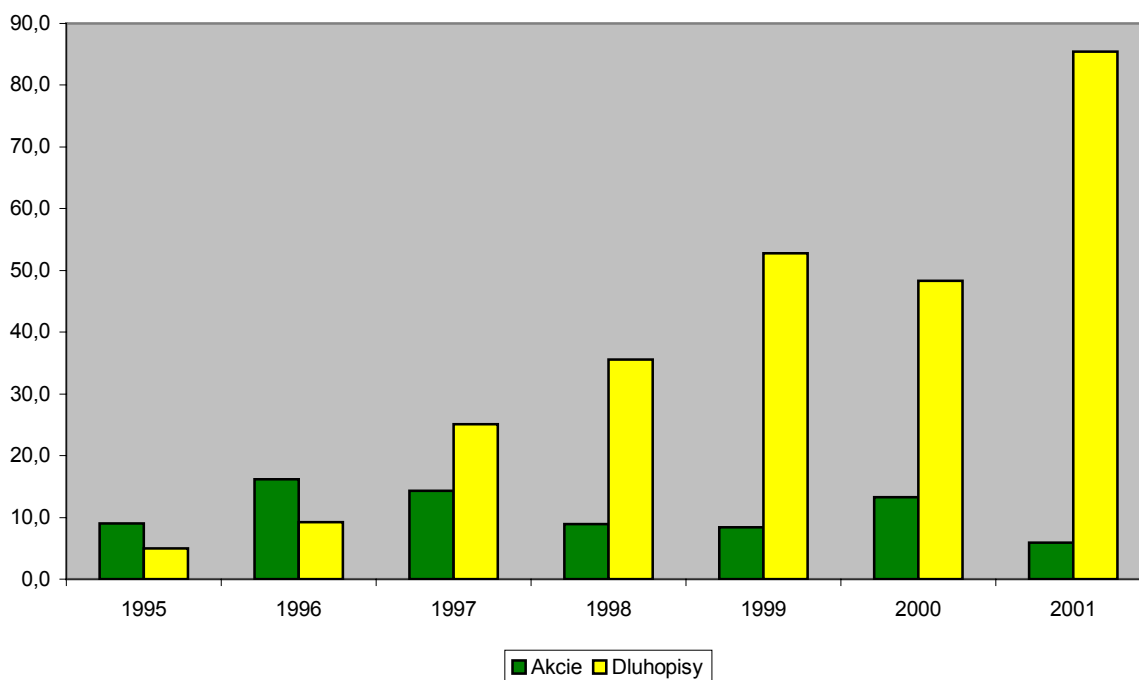
### 5.3.2 Vývoj likvidity

Druhým klíčovým ukazatelem, který vypovídá o kvalitě a stupni vývoje každého trhu je jeho likvidita, neboli míra snadnosti převoditelnosti aktiva na hotovostní fondy. Každý titul, obchodovaný na veřejných trzích, by měl dosahovat určitého stupně likvidity, neboť bez této vlastnosti se stává prakticky neobchodovatelným. Na základě likvidity se tvoří mnohá portfoliová rozhodnutí a je nezbytným předpokladem pro řízení rizika. Další důležitá vlastnost likvidity je spíše makroekonomická, nikoliv však opomenutelná. Jak totiž uvádí ve své práci Koleček<sup>44</sup> je likvidita trhu, měřená jako poměr obratu ku tržní kapitalizaci, nebo poměrem obratu ku HDP, pozitivně a signifikantně korelována s ekonomickým růstem, což vypovídá o důležitosti tohoto ukazatele. Naopak velikost trhu, ačkoliv vykazuje pozitivní korelaci s ekonomickým růstem, není statisticky signifikantní.

<sup>44</sup> Koleček (2003)

K popisu vývoje likvidity na českém akciovém a dluhopisovém trhu používám ukazatele poměru objemu obchodů ku tržní kapitalizaci a k HDP z důvodů výše uvedených. Tento vývoj ilustrují následující grafy.

**Graf 12 Vývoj likvidity (objem obchodů/HDP)**



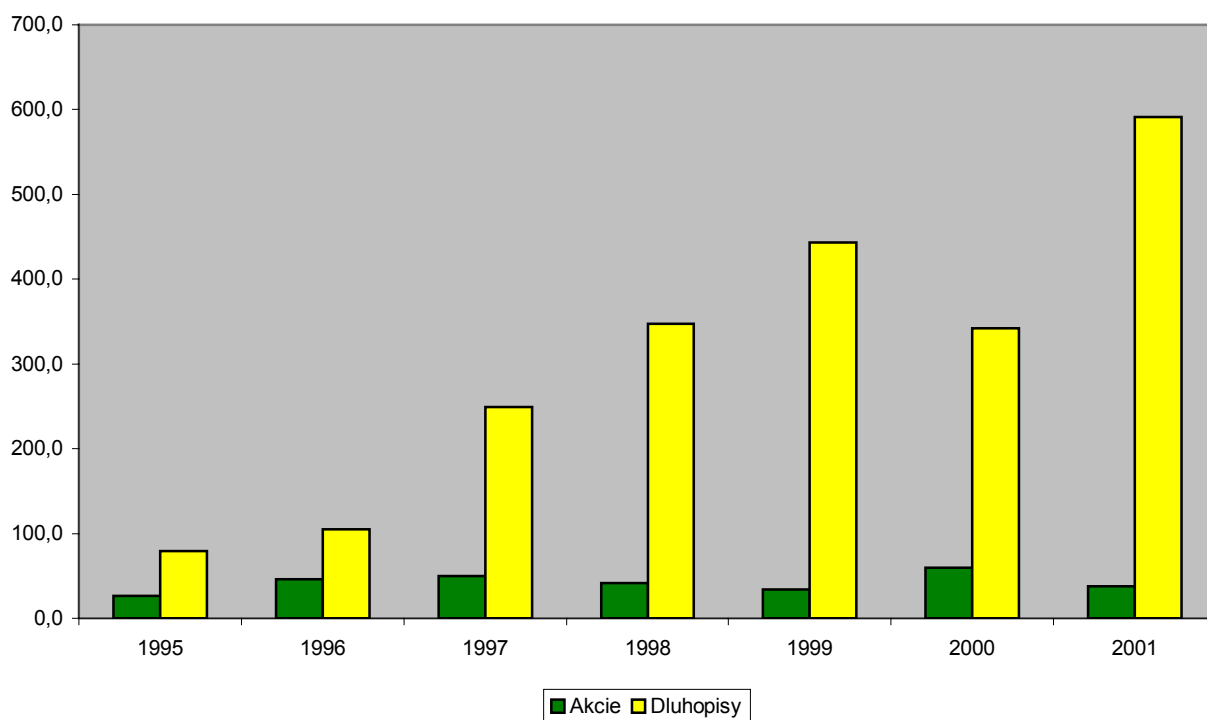
Zdroj: BCPP, [www.pse.cz](http://www.pse.cz)

Jak z grafu vidíme, dluhopisový trh významně svou likviditou převyšuje trh akciový. Jako jeden ze základních důvodů musíme zdůraznit počet obchodovaných titulů, které generují ukazatel objemu obchodů. Zatímco u dluhopisového trhu tento údaj postupně roste s tím, jak je na trh přijímáno stále více primárních emisí dluhopisů, jak bylo podrobně popsáno v kapitole o dluhopisech, tak na akciovém trhu, i když vykazuje více než 70 titulů, se kterými je možno obchodovat, se prakticky obchoduje pouze s 5 společnostmi, umístěnými na trhu SPAD, u kterého v roce 2001 objemy obchodů z režimu automatického obchodování tvořily 96,1%<sup>45</sup>. Je tedy zřejmé, že na českém akciovém trhu stále zůstávají emise akcií, které se v podstatě neobchodují, jednak z titulu toho, že emitent v podstatě nemá zájem na aktivním obchodování těchto titulů a dále pak z důvodu existence dodatečných nákladů v souvislosti se zrušením veřejné obchodovatelnosti a tak mu v podstatě současný stav vyhovuje.

<sup>45</sup> výroční zpráva BCPP 2001

Rozdílnost vývoje likvidity je ještě více patrná, zvolíme-li předmětem analýzy druhý ukazatel, kterým je možno analyzovat likviditu trhu, tedy poměr objemu obchodů ku tržní kapitalizaci. Vývoj tohoto ukazatele likvidity ilustruje následující graf.

**Graf 13 Vývoj likvidity (objem obchodů/tržní kapitalizace)**



Zdroj: BCPP, [www.pse.cz](http://www.pse.cz)

I zde můžeme vidět podstatný rozdíl mezi akciovým a dluhopisovým trhem, kdy hodnota likvidity dluhopisového trhu převyšuje likviditu akciového trhu více než 15krát.

Jak je z obou zkoumaných ukazatelů zřejmé, na českém kapitálovém trhu dochází ke dvěma podstatně odlišným trendům, kdy na jedné straně dochází k postupnému, zato však trvalému růstu likvidity na dluhopisovém trhu a na straně druhé ke stagnaci (u ukazatele objem/TK) nebo dokonce k poklesu likvidity (u ukazatele objem/HDP). Uvědomíme-li si, že na začátku kapitoly byla ukázána pozitivní a signifikantní korelace mezi vývojem likvidity a růstem HDP, zjišťujeme, že zejména akciový trh, na rozdíl od trhu dluhopisového, příliš nenapomáhá růstu ekonomiky.



### 5.3.3 Derivátový trh

Derivátový trh je dnes již nedílnou součástí vyspělých západoevropských burz. Pražská burza v roce 2001 získala licenci k obchodům s deriváty, a to s opcemi a futures na akciový index, s futures odvozenými od úrokových sazeb a od koše státních dluhopisů. Komise pro cenné papíry udělila prozatím 17 licencí obchodníkům s cennými papíry (ne všichni jsou členy burzy). Přesto do konce loňského roku burzovní obchody s deriváty nebyly zahájeny. Hlavní příčinou je nízký počet klientů, kteří mají o tyto investice zájem. Fondy a pojišťovny totiž využívají k zajištění portfolia deriváty „šité na míru“, které jim může nabídnout mimoburzovní OTC trh. Legislativa jim zatím znemožňuje investovat do derivátů ze spekulativních důvodů. Změnu má přinést nový zákon o kolektivním investování, který mj. počítá s derivátovými fondy. Podle projektu z roku 1998 chtěl nabídnout zájemcům obchody s deriváty také RMS. Projekt hovoří o technické pomoci při obchodech s futures a opcemi na index českých akcií CTX, který je obchodován ve Vídni. Ani tento projekt však zatím nebyl zahájen.

### 5.3.4 Závěr

Český akciový trh vznikl za velmi nestandardních podmínek, víceméně jako následek procesu kupónové privatizace a sociálního inženýrství moderních liberálů.. Hned v prvním roce překonal počtem obchodovaných akcií vyspělé západoevropské burzy v čele s London Exchange. Tento „záviděníhodný“ stav se však brzy ukázal jako velmi pomíjivý, kdy se drtivá většina těchto společností vůbec nehodila na veřejné akciové trhy. V současné chvíli se nebojím říci, že český akciový trh tak vznikl na několika paradoxech. Zatímco ve vyspělém světě je důvodem vzniku kapitálového trhu relativní přebytek kapitálu, resp. problém jeho efektivní alokace, důvodem vzniku českého kapitálového trhu byla naopak absence kapitálu. Jako další paradox lze označit skutečnost, že vstup firem na BCPP nebyl veden jejich iniciativou, ale direktivním nařízením. Neexistovala snaha firem maximalizovat tržní hodnotu svých akcií a selhával tak jeden ze základních kanálů corporate governance.

Takto vzniklý trh samozřejmě ztěží může plnit všechny blahodárné funkce kapitálového trhu v moderním finančním světě. Samostatnou kapitolu v existenci českého akciového trhu představuje činnost investičních privatizačních fondů a důsledek jejich činnosti pro celou oblast kolektivního investování. V těchto fondech došlo totiž během několika let po privatizaci ke zpronevěře značné části zpravovaného majetku a k podlomení důvěry drobných investorů v celou oblast kolektivního investování. Proces zpětného nabití takto ztracené

důvěry trval několik let. V současnosti patří odvětví kolektivního investování k jednomu z nejdynamičtěji se rozvíjejících v celé Evropě, co do objemu zpravovaného majetku. Další nárůst významu tohoto odvětví lze předpokládat v souvislosti s růstem důležitosti penzijních fondů, po přechodu České republiky na třípilířový důchodový systém, který bude dříve či později uskutečněn.

Při zkoumání vývoje tržní kapitalizace a likvidity jsem došel k závěru, že akciový trh se, na rozdíl od trhu dluhopisového, nevyvíjel podle představ jeho „konstruktérů“. Po počátečním období, kdy podle ukazatele tržní kapitalizace i likvidity převyšoval trh dluhopisový, se oba trhy začaly vyvíjet diametrálně odlišným směrem. Zatímco u dluhopisového trhu můžeme pozorovat dlouhodobý růst těchto ukazatelů, tak u akciového trhu sledujeme opačný trend. Výsledkem desetiletého fungování trhu je situace, kdy dluhopisový trh již překonává trh akciový, měřeno tržní kapitalizací a v ukazatelích likvidity jej převyšuje mnohonásobně.

Jedním z hlavních důvodů špatného fungování akciového trhu je neexistence primárního trhu. Až do současné doby nebyla na českém akciovém trhu uskutečněna ani jedna primární emise akcií (IPO) a akciový trh tak neplní jednu ze svých základních funkcí. V následující kapitole se pokusím objasnit důvody, proč až do současnosti nedošlo k ani jediné primární emisi – IPO.

## **6 Příčiny nerealizace IPO**

Cílem této kapitoly je popsat způsoby financování, kterými společnost může získávat kapitál pro svou budoucí činnost a analyzovat příčiny absence jedné ze základních možností (IPO) na českém akciovém trhu. Na rozvinutých kapitálových trzích je IPO velmi rychlý a efektivní způsob získání kapitálu. Primární emise jsou důležité nejen pro emitenta, ale také pro další rozvoj kapitálového trhu jako celku. V předchozích kapitolách jsem se zabýval vývojem akciového trhu a vývojem kolektivního investování. Hlavním problémem prudce rostoucího oboru kolektivního investování je nedostatek investičních příležitostí na akciovém trhu, kde se v současnosti obchoduje pouze několik málo titulů. Nově emitované akcie slouží na vyspělých trzích k posilování nabídky akciového trhu a jsou hnacím motorem pro sekundární obchodování. Hlavní otázkou, kterou si tato kapitola klade, je proč od roku 1993 nedošlo v České republice ani k jedné primární emisi akcií. V této kapitole vycházím ze dvou základních materiálů. Prvním je analýza, kterou zpracovala Komise pro cenné papíry<sup>46</sup> a druhým je nedávný průzkum MF ČR mezi potenciálními emitenty IPO<sup>47</sup>.

### **6.1 Způsoby financování**

Každá společnost má možnost zvolit si z několika druhů financování. Rozhodnutí o způsobu financování je pro každou společnost velmi důležité, neboť zvolení vhodného typu financování může velmi zjednodušit a současně i zlevnit proces získávání kapitálu. Například společnost, která je finančně stabilní a zároveň perspektivní, avšak má krátkou účetní historii, bude jen velmi těžko získávat bankovní úvěr, a naopak IPO je pro ni vhodným řešením. Obecně dělíme financování společností podle typu zdrojů které využívají na vnější a vnitřní. Vnitřní financování (emise akcií, zisk společnosti) má výhodu v tom, že tyto zdroje nejsou budoucím závazkem společnosti a nevznikají tak budoucí náklady na kapitál, dále se nezvyšuje objem celkových závazků společnosti a ukazatele finanční situace společnosti se zlepšují. Naopak nevýhodou může být nedostupnost těchto vnitřních zdrojů pro některé společnosti, jelikož tyto musí společnost nejdříve vygenerovat. Při použití vnějších zdrojů (úvěry, emise dluhopisů) sice vzniká závazek do společnosti do budoucna, přesto i tato

---

<sup>46</sup> KCP-Analýza příčin nerealizování primárních emisí akcií v ČR (2001)

metoda financování má své výhody, mezi které nesporně patří odečitatelnost úrokových výdajů z daňového základu, což snižuje náklady na cizí kapitál, který je tak často levnější než kapitál vlastní.

Další možností financování, v ČR však téměř nevyužívanou je tzv. rizikový kapitál. Tento typ financování je vhodný pro velmi perspektivní, rychle rostoucí společnosti, často s krátkou účetní historií s tempy růstu několik desítek procent ročně, aby pokryl náklady pro fondy rizikových kapitálů nejen z tohoto projektu, ale i z možných nezdařených projektů. Rizikový kapitál vstupuje do podniku většinou na 2-5 let a poté vystupuje ze společnosti za účelem generace zisku.

Veřejný úpis akcií je další alternativou financování společnosti. Je výhodný zejména pro mladé perspektivní společnosti, které nemají dostatečně dlouhou účetní historii, aby mohly získat výhodný bankovní úvěr a zároveň negenerují dostatečný zisk tak, aby mohly jej použít k financování svého dalšího rozvoje. Pro ně je veřejný úpis akcií ideálním řešením finanční situace a zároveň tento úpis posílí obchodování na sekundárních akciovém trhu.

V České republice stále hraje dominantní roli financování z vlastních zdrojů a bankovní úvěry. Je to dáno především historickým vývojem a neochotou mnohých firem zkoumat nové způsoby financování, mnohdy pro jejich společnost výhodnější.

## 6.2 IPO

Jak vidíme z minulé kapitoly, IPO je pouze jedním z mnoha možných zdrojů financování, pro kapitálových trh však jedním z nejdůležitějších. Realizace IPO přichází v úvahu ve třech možných situacích. V prvním případě provádí úpis společnost, jejíž akcie jsou již na kapitálovém trhu obchodovány a společnost se snaží získat dodatečné zdroje svého financování. Druhý případ je spojen se změnou právní formy podnikání již existující společnosti, která své akcie uvádí na trh. Třetím případem je úpis akcií relativně nového podnikatelského subjektu, který je svým charakterem přitažlivý pro potenciální investory.

Stejně jako ostatní typy financování, má i IPO svá pozitiva a negativa. Mezi hlavní pozitivní aspekty patří posilování kapitálu, přínos nových možností rozvoje společnosti a v neposlední řadě úspěšně provedená primární emise zlepšuje image společnosti. Jako hlavní negativa jsou uváděny nutnost sdílení budoucích zisků s novými akcionáři, dále pak omezení rozhodovacích pravomocí stávajících vlastníků a v neposlední řadě zvýšená informační povinnost.

---

<sup>47</sup> MF ČR – Průzkum příčin malého zájmu firem o financování své činnosti pomocí českého kapitálového trhu

Je zajímavé, že podle průzkumu MF ČR, do kterého byly zařazeno celkem 90 společností<sup>48</sup>, si většina společností velmi dobře uvědomuje negativa spojená s veřejným úpisem akcií, stejné společnosti při otázce na pozitiva nejsou mnohdy schopny odpovědi s odvoláním se na nedostatek informací. Zajímavý je zejména údaj, že pro 65% těchto společností je obava z možné ztráty či omezení kontroly nad společností v důsledku emise akcií jedním z hlavních důvodů, proč o emisi ani neuvažují.

Pokud se emitent rozhodne pro primární emisi akcií, popisuje KCP proces, který musí tato společnost absolvovat, před úspěšným dokončením emise.

Prvním krokem, který společnost musí učinit je výběr manažera emise a podpis manažerské smlouvy. Jeho hlavním úkolem je zajistit hladký průběh a provedení emise. Na začátku procesu provede manager kompletní finanční analýzy a prověření klienta (due diligence) a identifikuje potřebné množství kapitálu. V této době, by již podle KCP měla být svolána valná hromada společnosti, která na základě doporučení manažera rozhodne o navýšení základního kapitálu a o velikosti emise a emisním kurzu. V dalším čase může ještě dojít ke korekci velikosti emise s tím, jak manager nabízí předběžný prospekt potenciálním zájemcům z řad obchodníků s cennými papíry a kolektivním investorům. Na základě jejich zájmu je definitivně stanovena velikost emise a emisní kurz (bookbuilding). Další podmínkou úspěšné primární emise je získání povolení od dozorového orgánu, po němž následuje samotný úpis akcií (první closing). Upisovatelé zaplatí akcie a tyto prostředky jsou vázány na speciálním účtu. Poté následuje registrace těchto cenných papírů k veřejnému obchodování na emitentem zvoleném trhu. Proběhne-li tato registrace úspěšně, začíná obchodování s těmito akciemi, vydání těchto akcií upisovatelům (druhý closing) a emitent inkasuje platbu.

Postup při realizaci IPO v České republice je zčásti shodný s výše nastíněným, zčásti je odlišný, především díky odlišnostem v legislativní oblasti. Legislativní překážky považuje 21% dotázaných společností za jeden z důvodů neexistence primárních emisí u nás. Druhou překážkou, kromě legislativní bariéry, je celková délka samotného procesu.

Vzhledem k tomu, že až do současnosti, proběhla v podstatě pouze jedna emise primárních akcií společnosti Software602<sup>49</sup>, která je ještě navíc obchodována na RMS, je velmi obtížné odhadnout samotnou délku procesu úpisu. O tento odhad se pokusila Komise ve svém materiálu a shrnuje jej následující tabulka.

---

(výzkum jsem získal při osobní návštěvě MF ČR a je k nahlédnutí u autora práce)

<sup>48</sup> všechny společnosti kótované na BCPP, společnosti nacházející se v hodnocení 100 společností v ČR vytvářející nejvyšší hodnotu pro vlastníky (EVA2001), dále pak společnosti nacházející se v CRA (czech sector award) 2001 a její rating je A1-A3 a nakonec společnosti, jejichž základní kapitál přesahuje 100 milionů Kč.

<sup>49</sup> v případě společnosti Software602 trval celý proces 4 měsíce

**Tabulka 15 Časová náročnost uskutečnění IPO v České republice**

Konkrétní procedurální činnosti a úkony	Stanovené lhůty	Doba realizace (kumulativně, v měsících)
Pozvánka na jednání valné hromady	30 dnů	1
Zápis usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu do OŘ	---	2-8
Schválení prospektu Komisí, přidělení ISINu	30 dnů	3-9
Uveřejnění prospektu emitenta	---	3-9
Ukončení procesu upisování akcií	---	6-12
Podání návrhu na zápis nové výše základního kapitálu do obchodního rejstříku (po upsání nové výše základního kapitálu a splacení jmenovité hodnoty akcií včetně případného emisního ážia)	30 dnů	7-13
Zápis zvýšené výše základního kapitálu do OŘ (na základě návrhu společnosti)	---	7-19
Vydání nových akcií (bez zbytečného odkladu po zápisu nové výše základního kapitálu do OŘ v případě, že jejich jmenovitá hodnota je plně splacena)	---	7-19
Zaknihování akcií v SCP	---	8-20
Podání žádosti o přijetí k obchodování na veřejném trhu organizátora veřejného trhu	60 dnů	10-22
Oznámení o přijetí na veřejný trh (v celostátně distribuovaném deníku, ve věstníku burzy)	---	10-22

Zdroj: KCP(2001) \* lhůty jsou uvedeny tak, jak vyplývají ze zákonů, první číslo intervalu udává optimistický a druhé pesimistický odhad

Podle materiálu Komise je teoreticky možné v budoucnu zkrátit celý proces až o 4 měsíce, na základě novelizace obchodního zákoníku, účinné od 1.1.2001 (podle §203 odst. 4). Přesto celková doba 7-19 měsíců je pro potřeby primárních emisí nevyhovující, čemuž odpovídají i výsledky zmíněného průzkumu, kdy 38% dotázaných společností uvádí jako důvod nerealizace primárních emisí přílišnou zdlouhavost a časovou náročnost celého procesu.

### 6.3 Překážky rozvoje IPO

Celková délka procesu, plynoucí z nedokonalostí v oblasti legislativy, a další legislativní překážky byly identifikovány jako základní příčiny nerealizace primárních emisí akcií. Jedná se zejména o právní úpravy v Obchodním zákoníku<sup>50</sup> a v Zákoně o cenných papírech<sup>51</sup>. Nutno

<sup>50</sup> zákon č.513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů

však dodat, že v roce 2002 byla na základě návrhů AKAT a KCP schválena celá řada změn, které podle Komise významně usnadňují a urychlují celý proces primární emise akcií. Cílem této kapitoly je identifikovat základní legislativní nedostatky, které brání rozvoji IPO v podmínkách České republiky.

### 6.3.1 Zvýšení základního jmění – zápis do obchodního rejstříku

Jak je vidět z tabulky 15, představuje tato část úpisu primárních akcií plných 80% celé doby procesu. Jedná se o důsledek nedokonalé právní normy, kdy společnost musí podstoupit dvojitý zápis do obchodního rejstříku. V prvním případě se žádá o změnu zápisu v souvislosti s rozhodnutím valné hromady o zvýšení základního kapitálu (§203 odst. 4 Obch.zákoníku) a podruhé v okamžiku, kdy je upisování ukončeno a je splaceno předepsaných 30% peněžních vkladů (§206 Obch.zákoníku). Bohužel české soudy nemají stanovenou žádnou lhůtu, během které musejí vyřešit jakákoliv podání, což se vztahuje i na oblast obchodního rejstříku<sup>52</sup>. Tato neúměrně dlouhá doba vede k paradoxní situaci, kdy investorům, kteří již plně splatili své akcie nemohou být akcie vydány a tím pádem s nimi nemohou obchodovat na veřejném trhu, neboť nebyl proveden zápis do obchodního rejstříku. Na vyspělých západoevropských trzích je běžné, že tento zápis je proveden i během jednoho nebo dvou dnů. Pro podmínky našeho trhu je tedy nezbytné, aby celý proces zápisu netrval déle než jeden týden.

Způsob, který se nabízí jako první a nejjednodušší, tedy zrušení dvojího zápisu byl již jednou aplikován a musel být zpětně uveden do zákona na základě evropské směrnice.<sup>53</sup> Zrušení dvojího zápisu tedy není možnou cestou. Jednou z nich bylo zavedení povinnosti sepisovat notářský zápis o rozhodnutí valné hromady o zvýšení základního kapitálu ke dni 1.1.2001, kdy podle §80a odst.2 notářského řádu je v něm notář nově povinen osvědčit i to, zda obsah rozhodnutí a jednání k němu vedoucí jsou či nejsou v souladu s právními předpisy a zakladatelskými dokumenty. Mohlo by tak de facto dojít k nahrazení role soudu notářem. Druhým pokusem o zlepšení situace byla novelizace Obchodního zákoníku a ZCP s účinností od 1.1.2002, podle které je v případě druhého zápisu rejstříkový soud povinen rozhodnout v lhůtě tří pracovních dní v případě, že všechny akcie byly náležitě upsány a byla splacena celá jejich hodnota (§206 Obch.zákoníku). Poslední možností řešení problému, je řešení systémové. Zejména v poslední době se spekuluje o tom, zda by oblast obchodního rejstříku neměla být soudům odňata úplně a převedena pod kompetence obchodních komor, popřípadě

---

<sup>51</sup> zákon č.591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů

<sup>52</sup> o „zkorumpovanosti“ rejstříkových soudů kolují mezi zasvěcenými lidmi doslova legendární historky

<sup>53</sup> Čl. 25 směrnice 77/91/EEC a čl. 3 směrnice 68/181/EEC

měla mít formu svobodného povolání. Diskuse nad tímto tématem přesahuje rámec této kapitoly a nechávám tuto otázku na posouzení každého čtenáře.

### **6.3.2 Dispozice s právy nově upsaných akcií**

Až do roku 2002 právní řád výslovně neupravoval možnost dispozice s právy vzniklými upisovateli upsáním nových akcií a způsob a podmínky této dispozice byly ponechány na výkladu obecných ustanovení závazkového práva, což s sebou přinášelo vysokou míru právního rizika. Tento problém byl vyřešen v roce 2002, kdy do našeho právního řádu byla zavedena nová forma cenného papíru – poukázka na akcie, která představuje právo na vydání akcií. Do jisté míry se tak uspokojuje potřeba nakládat s takto vzniklými cennými papíry během dlouhého intervalu mezi upsáním a vydáním akcií, který je pro nás bohužel typický. Toto opatření však samozřejmě neřeší podstatu problému, pouze zmírňuje důsledky dlouhé doby mezi upsáním a vydáním příslušných akcií.

### **6.3.3 Emisní kurz a prospekt cenného papíru**

Dalším problémem, který odrazuje společnosti od primárních emisí je ustanovení o prospektu emitenta. V zahraničí se totiž často využívá tzv. bookbuildingu, kdy je před definitivním schválením prospektu sondován zájem investorů o danou emisi a až podle takto získaných informací dochází k definitivnímu stanovení velikosti emise a emisního kurzu. Samozřejmě, že společnost emitující IPO musí poskytnout potenciálním investorům dostatečné množství informací, na základě kterých potenciální investoři provádí kvalifikovaná rozhodnutí. Za tímto účelem existuje zejména v anglosaském světě tzv. předběžný prospekt. Český právní řád tuto formu nezná. Situace byla vyřešena v roce 2001, od kdy Komise může schválit prospekt bez některých údajů (velikost emise, emisní kurz), pokud prospekt obsahuje informace, jak budou tyto informace upřesněny a dodány Komisi.

### **6.3.4 Nezvratnost procesu zvyšování základního kapitálu**

Dalším problémem, který zvyšuje nejistotu a snižuje přitažlivost IPO pro potenciální zájemce je sporný výklad ustanovení §204a Obchodního zákoníku o tom, co je a co není „důležitým zájmem společnosti“. V tomto paragrafu se hovoří, že usnesení valné hromady umožňuje vyloučit přednostní právo stávajících akcionářů, pokud jde o „důležitý zájem společnosti“ a dále již neupravuje zda IPO je či není tímto zájmem. Samozřejmě, že pro



úspěšné provedení primární emise je nutné toto stanovisko obhájit, přesto se společnost vystavuje možným právním žalobám, což zvyšuje riziko neúspěšnosti celého procesu. Z tohoto důvodu by podle Komise bylo vhodné výslovně v Obchodního zákoníku deklarovat, že rozhodnutí o zvýšení základního kapitálu formou „emise akcií s bezprostředním cílem její registrace na veřejném trhu“ je příkladem důležitého zájmu společnosti. Z dlouhodobého hlediska se totiž jeví jako vhodné umožnit společností vyloučit ve svých stanovách přednostní právo akcionářů na úpis nových akcií, jak je tomu běžné v anglosaském právu.

### 6.3.5 Rozpor v nominální a reálné ceně akcie

K další okolnosti, která odrazuje potenciální zájemce z řad korporací o IPO je výklad §163a Obchodního zákoníku, podle něhož nesmí být emisní kurz nižší, než nominální hodnota akcie. Problém není v samotném ustanovení, které plně odpovídá evropským standardům<sup>54</sup>, problém je spíše v tom, že reálná cena na českém kapitálovém trhu je mnohdy řádově nižší, než její nominální hodnota. Tato překážka byla vyřešena ustanovením §216c Obchodního zákoníku, kdy byla zavedena možnost souběžného snížení a zvýšení základního kapitálu.

Jak vyplývá z průzkumu MF ČR je tento důvod jedním z těch, kterým mnohdy společnosti dokazují nevhodnost IPO pro jejich korporaci. Z mnohých odpovědí tohoto ražení vybírám tuto: *„Podotýkáme, že my jsme zvažovali emisi akcií v roce 1994, později již ne. Hlavním problémem se tehdy jevila skutečnost, že tržní hodnota akcie byla výrazně nižší než hodnota nominální a rozdíl je nutno uhradit z fondů společnosti. Stručně řečeno, o emisi v nominální hodnotě 1000 Kč/akcii nebyl zájem investorů a o emisi za výrazně nižší než nominální cenu neměla zájem naše společnost“*.

### 6.3.6 Ostatní překážky

Jak je z předešlých odstavců vidět, existovalo mnoho legislativních problémů, které odrazovaly od úspěšného provedení IPO. Mnoho z nich však postupně bylo odstraněno. Stále však existuje mnoho dalších komplikujících faktorů. Mezi hlavní překážky nelegislativního charakteru v podmínkách ČR Komise zařadila:

- neúměrná doba trvání realizace IPO

---

<sup>54</sup> Čl. 8 odst. 1 směrnice 77/91/EEC

- malý rozsah českého kapitálového trhu
- nedůvěra emitentů v český kapitálový trh
- obavy majoritních vlastníků ze ztráty rozhodujícího vlivu na dění ve společnosti
- odkládaná privatizace státních a polostátních bank
- vláda nevyužívá při privatizaci kapitálový trh
- neexistence otevřené podpory kapitálového trhu ze strany vlády

Tyto překážky v podstatě korespondují se závěry průzkumu MF ČR, kdy 80% společností má strach z možné ztráty či omezení kontroly nad společností v důsledku IPO a plných 75% oslovených společností nepovažuje český akciový trh jako možný zdroj pro své budoucí investování, ať již z titulu nezájmu svého, či ve větší míře z obavy nezájmu investorů. Toto dokumentuje i příklad brněnské společnosti Limart, která se v roce 2001 pokusila o primární emisi. Podle uváděných definic společnost svým stavem vyhovovala požadavkům na úspěšné provedení IPO, přesto došlo k selhání v době úpisu, kdy se nepodařilo přesvědčit dostatečný počet investorů. Na druhou stranu existují společnosti, které by neměly problém v umístění svých primárních akcií, jako např. Škoda Auto. Většina těchto společností je však překapitalizována a při potřebě dodatečných finančních prostředků se spíše obrací na bankovní soustavu.

### **6.3.7 Závěr**

Cílem této kapitoly bylo analyzovat příčiny nerealizace primárních emisí akcií v České republice. Problém nebyl nalezen v tom, že by neexistovaly společnosti, které by nebyly vhodné k úpisu akcií. Naopak, v ČR vždy působily společnosti, které svou perspektivou a business plánem byly vhodnými kandidáty na IPO. Nedostatky byly zejména v legislativní oblasti, kdy doba, od kdy je proces zahájen až do úspěšného završení celé transakce podle odhadu Komise může trvat od 10 do 22 měsíců, což je pro potřeby IPO naprosto nevyhovující. V posledních několika letech, zejména mezi roky 2001 a 2002, došlo k významnému zkvalitnění v oblasti legislativy, ke zjednodušení a zejména zkrácení celého procesu IPO. Přesto na českém trhu není ani do budoucna vidět náznak první primární emise. Český akciový trh se tak jakoby dostal do „začarovaného kruhu“, kdy rozvoj trhu je podmíněn dostatečně velkým počtem obchodovaných titulů a úspěšnost emise závisí na poptávce

potenciálních investorů, kteří mají obavy do primárních emisí investovat, i díky špatně fungujícímu sekundárnímu akciovému trhu. Dostáváme se tak zpět na začátek, do období vzniku akciového trhu, kdy tento trh byl násilně vytvořen, což jej ovlivnilo na mnoho let dopředu. Jako klíčová se ukazuje ztráta důvěry v akciový trh, kterou se doposud nepodařilo plně získat zpět i přes neustále se zkvalitňující právní normy a institucionální prostředí.

## 7 ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo popsat a analyzovat vznik a vývoj českého kapitálového trhu. Český kapitálový trh se stal ilustrativním příkladem, kdy vedle sebe dochází ke vzniku trhu dvěma elementárně odlišnými způsoby. Zatímco akciový trh vznikl na základě sociálního inženýrství moderních liberálů, ke vzniku dluhopisového trhu vedla spontánní aktivita jednotlivých účastníků trhu.

Český akciový trh vznikl na několika paradoxech. Zatímco na vyspělých akciových trzích je důvodem vzniku snaha přebytečných subjektů umístit své volné zdroje za účelem efektivní alokace kapitálu a lze tedy konstatovat, že trh vzniká na základě přebytku jejich kapitálu, důvodem vzniku českého kapitálového trhu byla naopak totální absence kapitálu. Druhým důvodem vzniku akciového trhu je snaha deficitních subjektů poptávat tyto volné zdroje za účelem získání externích zdrojů financování pro rozvoj společnosti. Dostáváme se tak k druhému paradoxu, kdy vstup firem na BCPP nebyl na základě jejich dobrovolné vůle účastnit se tržních procesů, ale díky direktivnímu nařízení, což nás nepřímo vede ke třetímu paradoxu, kdy se český akciový trh zařadil podle počtu obchodovaných titulů na úroveň vyspělých západoevropských burz v čele s London Stock Exchange.

Předmětem sporu ve výkladu úspěšnosti vývoje českého kapitálového trhu se stává pohled na regulaci a kvalitu institucionálního prostředí. Zejména v úvodních letech své existence, do roku 1996, se slovo regulace v českých podmínkách příliš neskloňovalo. Byla totiž zvolena koncepce velmi liberální, která mnohdy vedla až k defraudacím chování některých subjektů na trhu. Regulace byla natolik liberální, že k úvahám o regulaci vyprovokovala i zapřísáhlého liberála T.Ježka. Po roce 1996 však postupně došlo ke zpřísnění mnoha regulačních mechanismů. Začala se prosazovat zjevná snaha o zvýšení informovanosti účastníků a zvýšení celkové transparentnosti kapitálového trhu. K postupnému sblížení našeho právního řádu s vyspělými ekonomikami přispěl i vznik nezávislé dozorového orgánu nad kapitálovým trhem – Komise pro cenné papíry v dubnu 1998.

Druhou oblastí, která byla zejména v první polovině devadesátých let specifická pro oblast kapitálovému trhu bylo dodržování zákonů a vynutitelnost práva. V tomto okamžiku se začal vývoj akciového a dluhopisového trhu rozcházet. Zatímco na dluhopisovém trhu existovala objektivní snaha všech účastníků o kvalitní a dlouhodobý rozvoj trhu, což mělo za následek dodržování všech zákonů a to formálních i neformálních, tak na akciovém trhu se hlavní strategií mnoha společností, zejména některých investičních privatizačních fondů stala snaha

o „defraudaci“ co možná největší části zpravovaných aktiv, bez ohledu na mnohdy kvalitně formulované zákonné úpravy. Je ovšem pravdou, že nedokonalá legislativa jim toto počínání značně zjednodušila. Regulovat takovéto subjekty, které nemají na budoucím vývoji trhu žádný zájem je však velmi složité, ne-li prakticky nemožné. Výsledkem tohoto jednání některých, podle pesimistických odhadů některých ekonomů dokonce většiny subjektů na akciovém trhu, byla celková dlouhodobá ztráta důvěry široké veřejnosti v akciový trh.

Takto započatý vývoj se postupem času začal projevovat i ve výsledcích hospodaření obou segmentů kapitálového trhu. Dluhopisový trh začínal svou existenci s pouze několika málo obchodovanými emisemi státních a podnikových dluhopisů. Během následujících let se však postupně začal rozvíjet jak počet emitentů, tak i investorů na tomto trhu. Paradoxem zůstává, že v prvních postprivatizačních letech byl na tomto trhu dokonce převis poptávky nad nabídkou zejména díky nedostatku státních dluhopisů, v souvislosti s nízkým vládním dluhem. Postupně, jak docházelo ke zvyšování potřeb státu krýt své závazky, docházelo k růstu počtu emisí státních dluhopisů, které se zároveň staly benchmarkem pro ostatní podnikové a bankovní dluhopisy. V současnosti již dluhopisový trh vykazuje znaky dobře rozvinutého trhu a stal se jedním z nejlépe hodnocených dluhopisových trhů v rámci regionu střední Evropy, i když svým objemem stále nedosahuje trhů západoevropských. Na rozdíl od dluhopisového trhu se akciový trh začal ubírat zcela opačným směrem. Po úvodním období euforie, následovala brzy etapa, kdy se slovo akcie téměř stalo synonymem „tunelování“ a jiné finanční kriminality. Započal proces postupného snižování obchodovaných titulů a dobrovolnému, či nedobrovolnému odchodu mnohých hráčů z tohoto trhu.

Podíváme-li se na vývoj základních ukazatelů vyspělosti trhu, zjistíme, že u obou segmentů došlo k zcela protichůdnému vývoji, což pouze dokumentuje předešlé závěry.

Zatímco tržní kapitalizace akciového trhu od roku 1995 neustále klesá a z původních 478 mld. Kč poklesla na 340 mld. Kč v roce 2001, prodělal dluhopisový trh zcela opačnou tendenci, kdy z pouhých 87 mld. Kč v roce 1995 se téměř vyrovnal tržní kapitalizaci akciového trhu v roce 2001. Nejlépe vystihuje odlišnost vývoje obou trhů ukazatel likvidity trhu, u kterého je situace ještě dramatičtější než u tržní kapitalizace. Oba trhy začínaly v roce 1995 na zhruba stejné hodnotě likvidity trhu (poměr objemu obchodů/HDP) - akciový trh 9%, zatímco dluhopisový trh 5%. Zatímco likvidita akciového trhu mírně poklesla, došlo u dluhopisového k trhu k nárůstu tohoto ukazatele na 85% v roce 2001 a mnohonásobně převyšuje trh akciový. Ukazuje se tak, že odlišnost vzniku obou trhů a ochota jeho účastníků respektovat daná pravidla, vedla během deseti let existence českého akciového trhu k dramaticky odlišným výsledkům.

Druhým hlavním důvodem neúspěšnosti akciového trhu je neexistence primárního trhu. Zatímco na dluhopisovém trhu jsou primární emise na denním pořádku, nezaznamenal český akciový trh od svého zniku ani jedinou primární emisi (IPO), přitom nově emitované akcie slouží na vyspělých trzích k posilování nabídky akciového trhu a jsou hnacím motorem pro sekundární obchodování. Zpočátku byly nedostatky zejména v legislativní oblasti, kdy doba, od kdy je proces zahájen až do úspěšného završení celé transakce podle odhadu Komise mohla trvat od 10 do 22 měsíců, což je pro potřeby IPO naprosto nevyhovující. V posledních několika letech, zejména mezi roky 2001 a 2002, došlo k významnému zkvalitnění v oblasti legislativy, ke zjednodušení a zejména zkrácení celého procesu IPO. Přesto na českém trhu není ani do budoucna vidět náznak první primární emise.

Zatímco dluhopisový trh funguje na poměry malé tržní ekonomiky poměrně dobře, nachází se akciový trh v těžkém období, kdy musí znovu nabít ztracenou důvěru a obhájit smysl své existence.

## Seznam použité literatury

- Aggarwal, Raj – Mejstřík, Michal (1992) : Privatization and Capital Market Development in Eastern Europe: Lessons from the Czechoslovak Experience, CERGE Working Paper No. 14
- Analýza příčin nerealizování primárních emisí akcií v ČR : KCP 15.2.2001, [www.sec.cz](http://www.sec.cz)
- Brabec, Jiří (1998) : Principy samoregulace UNIS ČR a budoucnost kolektivního investování v ČR, Finance a úvěr 10/98, Praha
- Blažek, Petr – Mašek, František : Kde jsou české akcie?, Ekonom č. 24 (2002)
- Capital Market Development in Transition Economies (1998) : OECD
- Claessens, Stijn (1997) : Corporate Governance and Equity Prices : Evidence from the Czech and Slovak Republic, The Journal of Finance 52(4), p.1641-1658
- Dědek Oldřich (1992) : Kupónová privatizace a rozvoj kapitálového trhu v Československu, Ekonomický ústav ČSAV
- Dvořáková, Anna – Jedlička, Jan : Co sledují dluhopisoví dealeri?, Ekonom č.35 (2003)
- Dvořáková, Anna (2003): Trh dluhopisů v České republice, disertační práce, Fakulta sociálních věd Univerzity Karlovy
- Greener, Michael (1994) : Business Dictionary
- Hanousek, Jan (1996) : Asymetry and the Voucher Scheme : Wait-and-See and Win. The Czech Voucher Privatization, CERGE-EI, Prague, Proceedings of the Workshop: Institutional Reform and Political Economy of european Integration
- Hashi, Iraj (1997) : Mass Privatization and corporate governance in the Czech Republic, Working Paper No. 974, Staffordshire University, Stoke on Trend 1997
- Havel, Jiří (1995) : Problémy úpravy českých kapitálových trhů, Politická ekonomie 1995, č.6
- Havel, Jiří (1998) : České kapitálové trhy – iluze a hořká skutečnost, Finance a úvěr 10/98, Praha
- Koleček, Luděk (2003) : Porovnání vývoje akciového trhu v České republice a v Polsku, diplomová práce, Fakulta sociálních věd University Karlovy v Praze
- Kotrba, Josef – Švejnar, Jan (1994) : Rapid and Multifaceted Privatization : Experience of the Czech and Slovak Republics, MOCT-MOST 4 : p.147-185

- Kotrba, Josef (1997) : Privatizační proces ve České republice: aktéři a vítězové. V: Česká republika a ekonomická transformace ve střední a východní Evropě. Švejnar, Jan a kol., Praha, Academica 1996, str. 133-167
- Laštovička, Radek – Marcinčin, Anton – Mejstřík, Michal (1993) : Privatization and Opening the Capital Market in Czech and Slovak Republics, CERGE-EI Discussion Paper No. 21
- Laštovička, Radek – Marcinčin, Anton – Mejstřík, Michal (1994) : Privatization and Opening the Capital Market in Czech and Slovak Republics, CERGE-EI Working Paper No. 54
- La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F. Shleifer, A. Vishny, R. LLSV (1996) : Law and Finance, NBER Working paper 5661, [www.nber.gov](http://www.nber.gov)
- Mašek, František : Rodinné stříbro postupně zešedlo – rozhovor s Miroslavem Ševčíkem, HN 30.4.1999
- Mejstřík Michal: Test recesí trhu rozhodně prospěl, Hospodářské noviny, 25.1.1999
- Michálko, Marek : Standardní fungování kapitálového trhu lze očekávat až za sedm let-rozhovor s J.Mullerem, Ekonomix č.8/1998
- Návrh opatření zlepšující fungování kapitálového trhu (2003), Komise pro cenné papíry, Praha, [www.sec.cz](http://www.sec.cz)
- Richter, Tomáš (2002) : Kupónová privatizace a její vlivy na řízení a financování českých akciových společností, disertační práce, Právnická fakulta univerzity Masarykovy v Brně, [www.kuponovaprivatizace.cz](http://www.kuponovaprivatizace.cz)
- Zpráva vlády o stavu české společnosti, HN-příloha, 5.3.1999
  
- Výroční zprávy Burzy cenných papírů Praha (BCPP)
- Webové stránky  
[www.sec.cz](http://www.sec.cz), [www.pse.cz](http://www.pse.cz), [www.akater.cz](http://www.akater.cz), [www.czso.cz](http://www.czso.cz), [www.scp.cz](http://www.scp.cz),  
[www.uniscr.cz](http://www.uniscr.cz), [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz), [www.mfcr.cz](http://www.mfcr.cz)
- Časopisy a noviny:  
 Ekonom, Hospodářské noviny, Ekonomix
- Zákony : Obchodní zákoník, Zákon o cenných papírech, Zákon o Komisi pro cenné papíry