

Vydává Fakulta sociálních věd Univerzity Karlovy v Praze ve spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR ve vydavatelsví **Economia, a. s., Praha**

© Fakulta sociálních věd UK Praha

Adresa redakce: Vinohradská 49
120 74 Praha 2

Tel.: (02) 22 25 00 36 nebo: (02) 215 93 171

Fax: (02) 22 25 04 62

Šéfredaktor: Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc.

Výkonná

redaktorka: Mgr. Renata Nováková

Publishers: Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague, in Cooperation with the Czech National Bank and the Ministry of Finance of the CR in Publishing House Economia, Prague

© Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague

Editor's Office: Vinohradská 49
120 74 Prague 2
Czech Republic

Editor in Chief: Zdeněk Tůma

OBSAH

Michal MEJSTŘÍK: Evoluční vývoj českého finančního trhu	597
Tomáš JEŽEK: Komise pro cenné papíry – její vznik, první kroky a plány	603
Jiří HAVEL: České kapitálové trhy – iluze a hořká skutečnost	608
Jiří BRABEC: Principy samoregulace UNIS ČR a budoucnost kolektivního investování v ČR	620
Miroslava DOSTÁLOVÁ – Luboš JANDA: Státní dluh a jeho aspekty	627
Josef JÍLEK: Současnost a perspektivy derivátů v ČR a ve světě	639
Sdělení pro čtenáře	668

CONTENTS

Michal MEJSTŘÍK: Evolutionary Development of the Czech Financial Market ...	597
Tomáš JEŽEK: The Czech Securities Commission – Its Foundation, First Steps and Plans	603
Jiří HAVEL: Czech Capital Markets – Illusions and Bitter Facts	608
Jiří BRABEC: Principles of Self-regulation of Union of Investment Companies of the CR and the Future of Collective Investment in the Czech Republic	620
Miroslava DOSTÁLOVÁ – Luboš JANDA: State Debt and Its Aspects	627
Josef JÍLEK: Derivatives in the CR and Abroad at Present and in Perspective ...	639

*Autorská práva vykonává vydavatel (viz § 4 zák. č. 35/1965 Sb. ve znění změn a doplňků). Užití částí nebo celku publikovaných textů – vč. publikovaných zpracovaných znění judikátů –, rozmnožování a šíření jakýmkoli způsobem (zejména mechanickým nebo elektronickým) bez výslovného svolení vydavatele je **zakázáno**.*

Ediční kruh: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Ing. Věra Kameníčková, CSc., Ing. Evžen Kočenda, PhD., Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Karel Půlpán, CSc., Ing. Ondřej Schneider, MPhil. (zástupce předsedy), Ing. Miroslav Singer, PhD., Mgr. Kateřina Šmídková, MA, Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc. (předseda), Doc. Ing. Miloslav Vošvrda, CSc.

Redakční rada: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., PhD. Zdeněk Drábek, Ing. Petr Dvořák, Gabriel Eichler, Ing. Michaela Erbenová, PhD., Ing. Milena Horčicová, CSc., Ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., Prof. Ing. Kamil Janáček, CSc., Ing. Tomáš Ježek, CSc., Ing. Jiří Jonáš, Ing. Jan Kláček, CSc., Ing. Pavel Kysilka, CSc., Ing. Ivan Kočárník, CSc. (předseda), Ing. Jiří Kunert, Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Jan Mládek, CSc., Prof. Ing. Lubomír Mlčoch, CSc., Ing. Jiří Pospíšil, Doc. Ing. Zbyněk Revenda, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Doc. Ing. František Turnovec, CSc., Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc., Prof. Dr. František Vencovský, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

Komise pro cenné papíry – její vznik, první kroky a plány

Tomáš JEŽEK*

Do dějin české transformace zůstane už navždy zapsán fakt, že o vznik Komise pro cenné papíry se zasloužila Burza cenných papírů Praha. Pochopila, že v neregulovaném prostředí, bez přítomnosti regulační autority – samozřejmě přítomné na každém jiném kapitálovém trhu –, se jí uzavírá sama naděje na jakoukoli významnější roli být jen v domácích poměrech české ekonomiky, nemluvě už vůbec o nějaké roli ve středoevropském regionu, nebo dokonce v Evropské unii. Úsilí Burzy bylo nakonec korunováno úspěchem. Zůstala však ještě nutnost vysvětlit, proč musela Burza nahrazovat nepřítomnost legislativní iniciativy instituce, která je k péči o rozvoj finančního trhu – totiž k poskytnutí náležité institucionální infrastruktury – povolána ústavou: Ministerstva financí ČR. Burza nemá v obchodním rejstříku jako předmět činnosti zapsány návrhy zákonů. Však také finanční úřad jako rameno Ministerstva financí nedovolil, aby nemalé výdaje Burzy na mezinárodní tým expertů, který návrh zákona o Komisi pro cenné papíry napsal, byly zahrnuty do jejích nákladů. Jak už to v životě často bývá, dobrý skutek bývá potrestán, ne tak často však právě tím, komu měl prospět.

Důvody aktivní, často až agresivní nevěle Ministerstva financí zhostit se úkolu budovat standardní infrastrukturu kapitálového trhu leží velmi hluboko. Jako při mnoha jiných neblahých událostech, jimiž je naplněno končící dvacáté století, jsou na počátku zápalné šňůry, která k nim vede, falešné ideje. Ke krizi české ekonomiky v roce 1997 a k nenaplnění očekávání, z nichž mnohá byla zcela oprávněná, vedlo falešné chápání toho, co je to liberální hospodářská politika, a obecněji, co je to liberalizmus.

Ti, kdo znají dějiny myšlení o společnosti, dobře vědí, že existují dvě pojetí liberalizmu. Jejich prozatím nejúplnější výklad podal velký rakouský myslitel Fritz Machlup [1970].

První pojetí liberalizmu je ve skutečnosti vzpourou proti pravidlům správného chování, proti tradicím, je výsměchem morálce. Instituce zřízené k vynucování práva a pořádku jsou předmětem soustavných útoků těchto liberálů jako příčina lidské nesvobody. Druhé pojetí liberalizmu je spojeno s disciplínou abstraktních pravidel správného chování. Jednotlivci jsou svobodní uvnitř oblasti definované těmito pravidly, která jsou svou povahou souborem zákazů některých konání. Pravzor těchto zákazů je obsažen v desateru. Svobodné jednání jednotlivců je jen jiným názvem pro soukromé vlastnictví.

* Ing. Tomáš Ježek, CSc. – člen Komise pro cenné papíry České republiky

Toto druhé pojetí liberalismu je samozřejmě velmi náročné. Jeden z největších liberálních myslitelů tohoto století Španěl Ortega y Gasset [1932] byl velmi skeptický ohledně schopnosti a ochoty lidí přijmout břemeno disciplíny, tj. sebeomezování v onom zakázaném konání. Rostoucí materialismus a úpadek úcty ke křesťanským hodnotám tento skepticizmus jen potvrzují.

Lze pochopit – nikoli s tím však souhlasit –, že po padesáti letech vlády socialistické ideologie a totálně regulovaného společenského života převládl u nás onen první, falešný druh liberalismu. Policie, soudy, prokurátoři, státní úředníci, ti všichni byli příliš dlouho na straně utlačovatelů svobody, než aby se z nich mohly hned po roce 1989 stát klíčové instituce svobodné společnosti mající za úkol vynucovat ona pravidla správného chování.

Výsledky tohoto falešného liberalismu jsou dnes zřejmé. Nejtíže dopadl právě do oblasti kapitálového trhu. Spojil se zde s velmi chybným chápáním toho, co je úkolem kapitálového trhu v období po skončení kuponové privatizace, a zejména s nepochopením skutečnosti, že trh je struktura, která není bez pravidel správného chování a bez jejich vynucování vůbec definována. Klíčové politické osobnosti měly dlouho mylně za to, po kuponové privatizaci musí následovat období koncentrace držeb akcií a že teprve po skončení této „původní akumulace“ může přijít to, co lze považovat za normální fungování kapitálového trhu. Není obtížné rozpoznat v tomto názoru léta výcviku v marxistickém myšlení. V důsledku toho musela být standardní pravidla regulující kapitálový trh, zejména pravidla odstraňující minoritní akcionáře, považována za překážku oné domněle žádoucí koncentrace akciových držeb. Rovněž není obtížné domyslet, že takovéto chybné chápání kapitálového trhu dávalo prostor všem netransparentním praktikám, jimiž český kapitálový trh proslul. Vláda okrádání investorů tolerovala, neboť mylně považovala výslednou koncentraci kapitálu za vyšší cíl, než je ochrana čerstvě nabytého soukromého vlastnictví. Makroekonomický dopad onoho falešného liberalismu na sebe nenechal dlouho čekat: pokles zahraničních investic, deficit platební bilance a devalvace koruny. Protože zahraniční investice jsou pro růst hrubého domácího produktu klíčové, velmi neuspokojivý růst v rozmezí 1–1,5 % nemůže překvapit.

Velmi poučná je také rekapitulace obtížné cesty ústavními institucemi, již prošel původní návrh zákona o Komisi pro cenné papíry. Ten přesně odpovídal zadání, které dostali zahraniční experti najatí Burzou: napište zákon, který by byl plně slučitelný s normami Evropské unie upravujícími kapitálový trh a jeho regulaci, zejména se Směrnicí o investičních službách (Investment Services Directive). Už legislativci Úřadu vlády a po nich legislativci Poslanecké sněmovny, ale také právníci z řad poslanců a senátorů nemohli přijmout myšlenku nezávislosti Komise pro cenné papíry, a zejména pak její silné pravomoce, zejména pravomoce vydávat předpisy. Vedení primárně kritériem slučitelnosti Komise se soustavou existujících institucí státní správy byli s to postupovat pouze „klonováním“ tj. přinést na svět další instituci téhož druhu, nikoli takovou, jakou vyžaduje moderní podoba kapitálového trhu a jaká je obvyklá ve všech zemích, jež se rozhodly pro kapitálový trh jako – ve vztahu k bankovnímu systému – alternativní místo transformace úspor na investice.

Nepříliš povzbudivým poučením z rekapitulace oné cesty návrhu zákona o Komisi pro cenné papíry ústavními institucemi je zjištění, že český právní řád je stále ještě více řád socialistický než řád svobodné tržní společnosti. Proto logicky onen prvek řádu svobodné tržní společnosti vyvrhoval jako

cizí, a tudíž neschopný implantace. Slova o protiústavnosti Komise pro cenné papíry bylo slyšet příliš často, než aby bylo možné udělat jiný závěr nebo nad nimi jen mávnout rukou jako nad pokusem opozice zmařit budování kapitálového trhu: hlavním odpůrcem standardního kapitálového trhu totiž nebyla levicová opozice, nýbrž vedoucí politici Občanské demokratické strany. Je jen logické, že Evropská banka pro obnovu a rozvoj (EBRD), která připravila pro Komisi roční program podpory, hodlá začít návrhem novely tohoto čerstvého zákona o Komisi a vrátit tak tomuto zákonu původní podobu, v jaké ho Burza nabídla vládě do „balíčku“ 13. dubna 1997.

Výsledná podoba zákona č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry, je však přijatelným kompromisem mezi ideálem v podobě návrhu zákona na jeho vstupu do legislativního procesu a odporem současného právního řádu. Je ostatně nechtěnou zásluhou tohoto návrhu zákona, že pomohl znovu odkrýt rozsah práce, kterou je třeba vykonat při přebudovávání našeho právního řádu a při jeho přibližování standardům Evropské unie.

Komise pro cenné papíry je postavena na principu, že to, co je regulováno a co je předmětem státního dozoru, jsou primárně aktivity vázané k investičním instrumentům (cenné papíry, emise práv a derivátů) a k poskytování služeb na kapitálovém trhu (obchodování, služby depozitáře, organizování trhu s cennými papíry, tisk cenných papírů, vypořádání obchodů, registrace vlastnictví cenných papírů, spravování a obhospodařování fondů, nucená správa, likvidace, tvorba trhu atd.). Z toho vyplývá, že penzijní fondy a pojišťovny podléhají doзору Komise při svých investičních aktivitách, tj. když umísťují na kapitálovém trhu peníze shromážděné podle penzijních nebo pojišťovacích plánů, které jsou zase předmětem dozoru Ministerstva financí. Především však z toho vyplývá, že Komise pro cenné papíry má moc regulovat operace na kapitálovém trhu i těch osob, které k tomu nemají náležité oprávnění. Konkrétně to znamená, že je konec „chytráctví“ některých investičních fondů, které si požádaly Ministerstvo financí o odnětí licence (sic!), aby se dostaly mimo dosah jeho státního dozoru. Důvody, proč Ministerstvo financí, resp. jeho odbor č. 10, který na jaře 1997 dostal název Úřad pro cenné papíry, tak ochotně těmto žádostem vyhovovalo, jsou směsí falešného liberalismu a lenosti úředníků, kteří uvítali možnost mít méně práce s dozorem.

Komise pro cenné papíry je financována ze státního rozpočtu, tedy z peněz všech daňových poplatníků. To je dost výrazná, i když ne „osudová“ změna oproti původnímu návrhu. Oslabuje to její nezávislost, ale zároveň snižuje transakční náklady o částku, kterou by jinak museli platit účastníci trhu.

Nejdůležitější pravomocí Komise je možnost okamžitě zmrazit peněžní účty i účty cenných papírů osob, u nichž je důvod se obávat, že by jejich jednání ohrozilo majetek investorů. Komise má také možnost uložit pokutu až do výše 100 mil. Kč, když osoby podléhající jejímu doзору poruší své povinnosti.

Pro nejbližší budoucnost připravuje Komise řešení jednoho z nejvážnějších problémů českého kapitálového trhu – neprůhlednosti cenové tvorby. Významně k tomu již přispěla Burza zavedením systému SPAD, který tento problém řeší alespoň pro nejlikvidnější tituly. Komise zavede systém reportingu, který povinnost hlásit veškeré obchody rozšíří na všechny účastníky trhu; to mohla Burza zavést v roce 1997 jen pro své členy.

Komisi čeká velmi obtížný úkol, stanovený jí zákonem, totiž úkol revidovat licence udělené v minulosti obchodníkům, investičním fondům a orga-

nizátorům trhu. Příliš liberální licenční politika byla jednou z hlavních příčin nedobré pověsti českého kapitálového trhu, neboť umožňovala, aby na něm působily subjekty, které by svou úrovní evropským měřítkům nevyhověly. Britský Know How Fund už vybral poradce, který bude Komisi v tomto obtížném úkolu nápomocen.

Komise pracuje na svých úkolech v několika rovinách. Na té nejnižší, provozní, musí pokračovat v každodenní inspekční činnosti, reagovat na podněty, které dostává zejména od nespokojených investorů, od depozitářů, od novinářů, od policie apod. Při této práci se však objevují obecnější problémy, legislativní i procedurální povahy, které lze rozdělit do třech skupin: (1) na ty, které lze vyřešit autoritativním výkladem nebo vlastním rozhodnutím publikovaným ve Věstníku Komise a v tisku, (2) na ty, které vyžadují vydání předpisu ve spolupráci s Ministerstvem financí, (3) a pak na ty, jejichž řešení se neobejde bez novely příslušného zákona.

Mezi nejdůležitější normy, které Komise již vydala a podle nichž již postupuje, patří Pravidla profesionální etiky pro členy prezidia a pracovníky Komise, Metodika sankcí a Kritéria pro posuzování osob z hlediska jejich vhodnosti pro důvěryhodnou a transparentní činnost investiční společnosti nebo investičního fondu a z hlediska jejich potřebných zkušeností a kvalifikace. Komise všechna svá právní stanoviska a normy neprodleně publikuje, aby především její vlastní činnost byla co nejprůhlednější, hodlá-li právě na transparentnosti zakládat své vlastní působení na kapitálovém trhu.

Pro úspěch KCP má zcela zásadní význam, aby mohla těsně spolupracovat s dalšími institucemi, jejichž odpovědnost rovněž pokrývá kapitálový trh. Byla podepsána trojstranná smlouva o spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR. Dále se pracuje na smlouvách či dohodách s Ministerstvem vnitra ČR a s partnerskými institucemi v zahraničí.

Komise již má možnost vzájemné výměny informací a podpory při vyšetřování s americkým regulátorem kapitálového trhu (US Securities and Exchange Commission) a některými tamějšími seberegulačními organizacemi, jako je například National Association of Securities Dealers (NASAD). Kontakty se Spojenými státy jsou velmi významné, protože američtí regulátoři mají podstatně širší záběr účastníků trhu než kdokoli jiný na světě.

KCP již zažádala o členství v Mezinárodní organizaci komisí pro cenné papíry. Od tohoto členství si slibuje přístup k mezinárodním zkušenostem, k výměně informací a především šanci neopakovat chyby, kterých se dopustili jiní. Velkou příležitostí je konkrétní podpora při tvorbě právních norem.

KCP velmi oceňuje zájem a především nezištnou pomoc mezinárodních institucí. Jejím výrazem je zejména jednoroční program, který pro Komisi připravuje Evropská banka pro obnovu a rozvoj (EBRD). Ta pomůže zejména při kompletní analýze platných zákonů týkajících se kapitálového trhu a při návrhu jejich úprav. Výsledkem mise EBRD bude také harmonizace těchto zákonů podle norem Evropské unie.

Strategickým cílem Komise je normální fungování kapitálového trhu. Český kapitálový trh je zatím stále ještě jen sekundárním trhem s akciemi emitovanými v rámci kuponové privatizace. Komise bude měřit svůj úspěch tím, jak se jí bude dařit odstraňovat důvody jak na straně investorů, tak na straně emitentů k obavám vstoupit na český kapitálový trh. Zejména na straně emitentů je třeba co nejdříve odstranit důvody jejich obav z nepřá-

telských převzetí. Odstranit chybějící regulaci převzetí a fúzí je proto velmi naléhavým úkolem Komise pro nejbližší období. Bez této regulace také nelze očekávat, že se Burza odváží spustit Nový trh určený pro středně velké emity s růstovým potenciálem. Za normální bude Komise považovat tu situaci na kapitálovém trhu, kdy společnosti začnou nikoli ojedinele, nýbrž ve velkém měřítku financovat své rozvojové potřeby emisí cenných papírů – ať už akcií, nebo dluhopisů. Právě nefunkčnost kapitálového trhu při neschopnosti bank financovat ve větším měřítku rozvojové investice vysvětluje velmi neuspokojivé tempo růstu hrubého domácího produktu. Ve velmi dlouhém období chce Komise přispívat k tomu, aby se v České republice rozvíjela „kultura cenných papírů“ jako dynamická alternativa vůči kultuře bankovních depozit, která zatím drtivě převládá.

LITERATURA

MACHLUP, F.: Liberalism and the Choice of Freedoms. In: Streissler, E. (Ed.): Roads to Freedom. New York, Augustus M. Kelly 1970.

(česky: Liberalismus a volba svobod. In: Ježek, T. (ed.): Liberální ekonomie – Kořeny euroamerické civilizace. Praha, Prostor 1993.)

ORTEGA Y GASSET, J.: The Revolt of the Masses. London 1932.

SUMMARY

The Czech Securities Commission - Its Foundation, First Steps and Plans

Tomáš JEŽEK – member of the presidium of the Czech Securities Commission

The author describes the history of the establishment of the Czech Securities Commission (CSC). He suggests that despite its liberal rhetoric, the former government blocked the formation of a standard capital markets infrastructure, due to its false concept of liberalism. According to Fritz Machlup, two liberal concepts should be distinguished, and only the concept linked to the adoption of abstract behavioral rules should have been applied. The author discusses specific problems inherited by the CSC.