FINANCE A ÚVĚR 10/1998
ročník 48

Vydává Fakulta sociálních věd Univerzity Karlovy v Praze ve spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR ve vydavatelství 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

FINANCE A ÚVĚR 10/1998
Volume 48

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: Pricipy 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 části 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 Klacek, 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.

DT: 336.76 (437)

Evoluční vývoj českého finančního trhu

Michal MEJSTŘÍK*

Říjnové číslo časopisu je věnováno problematice rozvoje finančních trhů v České republice. Za klíčovou funkci finančních trhů se považuje mobilizace zdrojů (úspor, resp.kapitálu) a jejich alokace těm, kteří je umějí efektivně využít. Obecně totiž neexistuje u všech jednotlivých subjektů soulad mezi disponibilními zdroji a jejich efektivním využitím; a právě finanční trhy hrají zprostředkující úlohu mezi subjekty, které mají relativní přebytek zdrojů, a subjekty, které mají relativní nedostatek zdrojů. Finanční trhy tak pomáhají zdroje sdružovat, vybírat nejefektivnější projekty a současně zajišťovat platební styk. Modernější studie zdůrazňují i funkci monitorování a vynucování finanční disciplíny u deficitních jednotek, obchodování, diverzifikaci a slučování rizika, stejně jako zajišťování se proti rizikům, která jsou těmto trhům vlastní. Významný příspěvek teorie finančních trhů k ekonomické teorii byl v posledních letech čtyřikrát oceněn udělením Nobelovy ceny autorům z této oblasti – 1981 (James Tobin), 1985 (Franco Modigliani), 1990 (Harry M. Markowitz, William F. Sharpe a Merton H. Miller) a 1997 (Myron S. Scholes a Robert C. Merton). Existuje řada kvalitních monografií shrnujících dosažené teoretické výsledky (např. [Elton – Gruber 1995]), jakož i dostupných učebních textů zpřístupňujících tyto závěry širší odborné veřejnosti (např. přeložené učebnice [Sharpe – Alexander 1994], [Ross 1994] nebo učební texty českých autorů – [Jílek 1997], [Musílek 1998]).

O tom, že v tržní ekonomice je úloha finančních trhů (bankovního trhu a trhu cenných papírů) nenahraditelná a že jejich rozvoj může významným způsobem přispívat k ekonomickému růstu, existuje rozsáhlá literatura, dobře reprezentovaná např. článkem Rosse Levina [1997] nebo příspěvky Josepha Stiglitze, viceprezidenta Světové banky, jejichž publikaci připravujeme v dalších číslech časopisu.

Stejní autoři však současně upozorňují, že ze všech trhů, které v tržních ekonomikách existují, patří finanční trhy k těm nejsložitějším. Pro finanční trhy jsou příznačné problémy s neúplnými informacemi, riziky, nenaplněním teoretických předpokladů jejich fungování apod. Pokud se tyto problémy skombinují, mohou vyústit ve finanční krize, které v mnoha případech rozvoj ekonomiky zpětně podvázaly.

Křehkost finančního trhu bývá umocněna v transformujících se ekonomikách; před nimi zprvu stojí úkol položit samotné základy finančního trhu,

* Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc. – člen edičního kruhu časopisu Finance a úvěr; ředitel Institutu ekonomických studií FSV UK; EEIP, a. s., Praha

zahrnující také privatizaci státních podniků. Zde je naprosto nepřehlédnutelná úloha adekvátní vládní politiky. Již v minulosti autor souhlasně citoval časopis The Economist ze dne 21. září 1991, který při hodnocení české transformace konstatoval, že „česká masová privatizace se jeví jako velice úspěšná, nevytváří však sama pravou tržní ekonomiku. Prvkem, který schází, je efektivní finanční odvětví, srdce moderního kapitalizmu".

Toto hodnocení se ve střední a východní Evropě plně potvrdilo. Masová privatizace, jež vyústila v rychlé ustavení kapitálového trhu v podmínkách převažujících „neúplných kontraktů", měla charakter nestandardní, vysoce centralizované kuponové privatizace masy podniků, se zcela autonomním regulačním mechanizmem a téměř bezplatnou distribucí majetku pomocí vlastních „investičních peněz" ve prospěch rozsáhlé skupiny, byť pouze domácích občanů investujících jednotlivě či prostřednictvím kolektivních investičních instrumentů – portfoliových fondů:

- českého typu se spontánně vzniklými fondy,
- polského typu s centrálně ustavenými fondy řízenými profesionálními manažery-poradci,
- modifikovaného (ruského) typu, který doplňuje standardní metody prodeje modifikované zvýhodněním insiderů.

Kuponová privatizace má podle autora [Mejstřík 1997a,b] několik zajímavých vlastností. V podmínkách panujících institucionálních nejistot, nedokonalého legislativního rámce může být velmi robustní. Její pomocí lze centrálně zkonstruovat (!) dočasný laboratorně uzavřený systém se specifickými alokačními a právními vztahy i vlastními rovnoměrně alokovanými „investičními penězi" – kupony. Míra spravedlnosti je dána nikoliv trhem či rozhodnutím vlády, ale zabudovanými pravidly alokace a centralizovaným rozhodováním o „cenách rovnováhy ex ante", tj. o „cenách plánové vybilancovanosti", které zásadně ovlivňují rozhodování subjektů v podmínkách značné nejistoty a omezené investiční kvalifikace. Sama kuponová privatizace je však pouhou formou umělé primární emise či IPO (initial public offering) neboli prostředkem transformace vlastnických práv ze státu na soukromé vlastnické subjekty. Využití sofistikovaných kolektivních investičních instrumentů v podobě portfoliových fondů již původní jednoduchý rámec přesahuje a bezpodmínečně vyžaduje adekvátní formy regulace a dohledu nad správci cizího kapitálu investorů, tj. „úplnější smlouvy" (viz [Bláha – Kýn – Mejstřík – Mládek 1992]).

Svěření akcií do rukou kuponových akcionářů (fyzických či právnických osob) neznamená – viz [Mejstřík 1997a,b] – v žádném případě nalezení definitivních vlastníků. Existence jakkoliv nedokonalého sekundárního kapitálového trhu však díky obnovené převoditelnosti vlastnických akciových práv otevírá cestu k postupnému nalezení optimální vlastnické struktury i u klíčových podniků. Jak efektivní může proces být, záleží však již nikoliv na laboratorně stanovených pravidlech kuponové privatizace a rovnoměrně rozdělených „investičních penězích". Peníze jsou již skutečné peníze nerovnoměrně rozdělené mezi „hráče" a pravidla kapitálového trhu jsou určena složitým předivem platných legislativních úprav vlastního finančního trhu, jež jsou zasazeny do komplexního prostředí kodexů obchodního, občanského a trestního práva a vlastního fungování justičního aparátu. V případě standardního právního prostředí mají pak rozhodující soukromí vlastníci v rukou všechny nástroje potřebné k tomu, aby si vynutili takové chování podniků, které odpovídá jejich krátkodobé či dlouhodobé ziskové motivaci [Shleifer – Vishny 1995].

V realitě transformačního procesu však v řadě zemí došlo k podcenění legislativní náročnosti standardizace obchodního práva (včetně adekvátního fungování výkonných složek – soudů), a zejména regulace kapitálového trhu a pomalu rostoucí vynutitelnosti pravidel. Kapitálový trh již nemohl mít oproti vysoce centralizované kuponové privatizaci zcela autonomní regulační mechanizmus a téměř bezplatnou distribuci majetku pomocí vlastních, investičních peněz. Kapitálový trh a v prvé řadě sofistikované instrumenty kolektivního investování (fondy) měly být podřízeny co nejdříve regulačním mechanizmům kompatibilním s mezinárodními standardy. Vždyť rozhodujícími hráči, kteří disponují reálnými investičními penězi na vznikajících kapitálových trzích v ČR, Polsku i Maďarsku a udržují je při životě, jsou zahraniční investoři. Současně jsou nemnozí domácí finanční investoři v těchto zemích v rostoucí míře stavěni před dilema volby, zda investovat doma, nebo na standardních zahraničních trzích.

Potvrzuje se, že česká vláda se v letech 1993–1996 stala obětí vlastního úspěchu v kuponové privatizaci. Přecenění výsledků laboratorní fáze kuponové privatizace umožnilo odkládat naprosto nezbytnou komplexní transformaci legislativního rámce obchodního práva a regulace i výkonu těchto regulačních funkcí, což evidentně poškodilo samotný proces privatizace. Mnozí noví majoritní vlastníci nevyužívali soukromá vlastnická práva k restrukturalizaci podniků (tj. nebyli vedeni dlouhodobými cíli soukromého vlastníka), ale ke krátkodobému vysávání („tunelování") podniků. Řada správců zacházela s penězi investorů jako s vlastními. Toto neetické chování často nebylo postihováno, protože v důsledku nedokonalé či chybějící regulace bylo v souladu s platnými pravidly a bylo podporováno vlivnými lobbistickými skupinami. I tam, kde jistý – byť nedokonalý – regulační rámec existoval, chyběla vůle vlády ho razantněji aplikovat. Teprve finanční skandály přivedly vládu k obratu v jejím postoji.

Kapitálový trh vzniklý v České republice při legislativně nesymetrickém postavení majoritních a minoritních vlastníků nemohl tudíž aspirovat na standardní trh kapitálu, ale pouze na trh vznikajících a prodávaných majorit. Managementy slabě regulovaných, ale mocensky silných společností spravujících nástroje kolektivního investování (fondy) byly při neregulované moci majoritních vlastníků stavěny před pokušení svou dominantní pozici zneužít. Šířící se poznání, že vláda nechce zasáhnout, se promítlo i v rostoucím počtu případů zneužití úlohy správce.

Portfolioví investoři (fondy) zužovali svá široká portfolia s cílem zvýšit likvidnost a kontrolu společností. Krajním případem tohoto procesu byla bezprecedentní přeměna regulovaných nástrojů kolektivního investování (fondů) v průmyslové holdingy, k níž došlo v květnu–červnu 1996. Licencovaní portfolioví investoři (investiční privatizační fondy) na rychle svolaných valných hromadách rozhodli přítomnou většinou největších akcionářů (často jen 20–30 %) o přeměně příslušných fondů – podléhajících v zájmu bezpečnosti minoritních akcionářů mimo jiné podmínkám diverzifikace, monitorování trhem, kapitálovému dohledu a dohledu depozitáři – v neregulované akciové společnosti typu průmyslového holdingu. „Selhání vlády" v oblasti regulace nástrojů kolektivního investování i bank implikovalo nesymetrické postavení investorů v jejich úsilí o efektivní transformaci úspor (v české ekonomice relativně vysokých) na produktivní kapitál. To se projevovalo absencí těchto investorů na kapitálovém trhu s negativními národohospodářskými důsledky.

Nabízející se alternativou byla úplná rezignace na domácí kapitálový trh a přesun veškerého obchodování s nejlepšími akciovými tituly na globální zahraniční trhy. Zkušenosti sousedních zemí ukázaly, že tento zčásti nevyhnutelný proces může naopak místní kapitálové a peněžní trhy oživit a ponechat jim nezastupitelnou roli místního prostředníka při mobilizaci místních úspor pro efektivní využití v produktivní sféře ekonomiky, s pozitivními dopady pro hospodářský rozvoj.

Regulace finančních trhů v Polsku a Maďarsku byla více poučena světovými negativními zkušenostmi a byla standardnější (včetně nástrojů kolektivního investování); předcházela tak mimo jiné evidentním případům zneužití majoritního postavení a ztráty důvěry v kapitálový trh a spolehlivěji oceňovala obchodovaná aktiva. Jen zčásti to souviselo s použitými metodami privatizace. Vzhledem k masivnímu zadlužení vlád se také podstatně rychleji rozvinul peněžní trh.

Z výše uvedeného je zřejmé, že navzdory naznačeným problémům docházelo v podmínkách nedokonalé regulace českého kapitálového trhu k jeho evolučnímu dozrávání. Při převládajícím „trhu majorit" se dále rychle koncentrovaly vlastnické podíly. Kapitálový trh ukázňoval sám sebe. Samoregulační funkce kapitálového trhu vedla k prudkému propadu cen malých a málo obchodovaných firem, čímž je vytlačila na okraj zájmu. Jejich vlastnění se postupně koncentrovalo do rukou strategického vlastníka, a tak nebyly již vhodné k prezenci na kapitálovém trhu. „Samovolně" došlo ke zrušení veřejné obchodovatelnosti u řady z nich, další byly staženy rozhodnutím burzy (zůstanou však i nadále obchodovatelné na RMS a SCP). Sama burza vyčlenila v souladu se standardními pravidly nejlikvidnější akcie do zvláštní prestižní skupiny, v níž se začalo obchodovat efektivněji prostřednictvím tzv. market-makerů, tvůrců trhu (systém SPAD – Systém pro podporu trhu akcií a dluhopisů). Obdobně také největší fond vzešlý z první vlny kuponové privatizace se rozdělil podle kritéria likvidnosti na tři homogennější fondy.

Po roce 1996 začala konečně vláda usilovat o přechod od laboratorní fáze rozvoje kapitálového trhu k fázi standardní. Další vývoj zaznamenal i český peněžní trh, jehož dosavadní vývoj nebyl provázen tak hlubokými zvraty. Ocenili to mnozí investoři na českých finančních trzích, kteří jsou vedeni dlouhodobějšími motivy. Řada iniciativ sledujících lepší a účinnější regulaci, jež organizuje nově vzniklá Komise pro cenné papíry, postupné změny relevantní legislativy, nové prvky samoregulace burzy a investičních společností, připravované emise nových akcií a obligací a postupně se usazující vlastnická struktura, jakož i rozvoj obchodování s deriváty přinášejí prvky optimizmu i do evoluce finančního trhu, který bude v transformujících se ekonomikách zákonitě vystavován ještě mnoha tvrdým zkouškám (finančním krizím). Jen ty prověří jeho skutečnou zralost a robustnost.

Pět příspěvků obsažených v tomto čísle je věnováno diskuzi klíčových aspektů dalšího rozvoje českého peněžního a kapitálového trhu.

První článek, připravený Tomášem Ježkem, je stručným pokusem o vysvětlení neochoty české vlády, deklarující liberální hospodářskou politiku, rychleji zlepšovat infrastrukturu kapitálového trhu. Vysvětlení spatřuje autor ve dvou pojetích liberalizmu. Dále rekapituluje vznik, první kroky a plány činnosti nově vzniklé Komise pro cenné papíry.

Druhý příspěvek, práce Jiřího Havla, přináší detailnější pokus o diskuzi vývoje legislativy kapitálového trhu; na příkladech dokládá nedostatečnou konzistenci českých, postupně schvalovaných právních úprav.

Třetí článek, připravený Jiřím Brabcem, je věnován cílům Unie investičních společností; tu vytvořily správcovské společnosti s cílem přispět standardním způsobem k dotvoření pravidel českého finančního trhu a k očištění pověsti kolektivních investičních nástrojů. Jádrem úsilí je uplatnění přísné seberegulace; její schválené principy autor popisuje.

Čtvrtý příspěvek, zpracovaný Miroslavou Dostálovou a Lubošem Jandou, je zaměřen na dosud nedostatečně zpracovanou problematiku restrukturalizace a demonetizace státního dluhu v souvislosti s tzv. skrytým vládním dluhem a jeho financováním. Sekuritizace tohoto dluhu může výrazně ovlivnit budoucnost a podobu českého peněžního trhu. Autoři v této souvislosti analyzují situaci na trhu státních dluhopisů a hledají řešení optimalizace správy a řízení státního dluhu.

Pátý příspěvek, zpracovaný Josefem Jílkem, je věnován analýze stavu a perspektiv derivátů. Autor na datech zahrnujících i rok 1997 dokumentuje vývoj ve světě, kde různé druhy těchto instrumentů prošly v 90. letech bouřlivým kvantitativním i strukturálním vývojem. Vzhledem k devizovým trhům je vývoj měnových derivátů již bezprostředně relevantní i pro Českou republiku. Ostatně současný český derivátový trh – jak popisuje autor – je převážně koncentrován zejména na sektor bank působících v České republice. Autor dokládá, že ačkoliv je český derivátový trh omezen na nejjednodušší derivátové nástroje (jednoduché forwardy, swapy a opce), jeho růst je pozoruhodný. Domnívá se, že budoucnost trhu s českými podléhajícími nástroji je na vídeňské burze, neboť tam se již soustředila příslušná hlavní likvidita.

Články uvedené v tomto čísle časopisu jsou orientovány na otevřené problémy českého finančního trhu a byly zpracovány tak, aby přispěly k probíhající diskuzi nejen na stránkách našeho časopisu.

LITERATURA

BISIGNANO, J.: Towards an Understanding of the Changing Structure of Financial Intermediation, An Evolutionary Theory of Institutional Survival. SUERF, Amsterdam 1998.

BLACK, S. – SCHOLES, M.: The Pricing of Options and Corporate Liabilities. Journal of Political Economy, May-June 1973.

BLÁHA, Z. – KÝN, O. – MEJSTŘÍK, M. – MLÁDEK, J.: Tři uzly na kuponové privatizaci. Respekt, 3.února 1992.

CAPRIO, G. – KLIENGEBIEL, D.: Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy, or Bad Banking? In: Bruno, M. – Pleskovic, B.(eds): Annual World Bank Conference on Development Economics 1996. World Bank, Washington D.C. 1996.

ELTON, E. J. – GRUBER, M. J.: Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. Wiley, London 1995.

JÍLEK, J.: Finanční trhy. Grada Publishing, Praha 1997.

MARKOWITZ, H.: Portfolio Selection. Journal of Finance, December 1952.

McCAULEY, R. N. – WHITE, W. R.: The Euro and European Financial Markets. Bank for International Settlements, Basle 1997.

MEJSTŘÍK, M.: Evoluční proces české privatizace. Politická ekonomie, 1997, č. 2.

MEJSTŘÍK, M.: kapitola 4. a 6. In: Mejstřík, M. et al. (editor): The Privatization Process in East-Central Europe: Evolutionary Process of Czech Privatization. Kluwer Academic Publishing, Norwell, Massachusetts 1997.

LEVINE, R.: Financial Development and Economic Growth. Journal of Economic Literature, Vol.35, 1997, č. 2.

LEWIS, M. K.: Financial Intermediaries. The International Library of Critical Writings in Economics,Vol.43, An Elgar Reference Collection, Hants 1995.

MERTON, R. C.: Theory of Rational Option Pricing. Bell Journal of Economics and Management Science, Vol. 4, Spring 1973.

MILLER, M. H. – MODIGLIANI, F.: Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. Journal of Business, October 1961.

MODIGLIANI, F. – MILLER, M. H.: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review, June 1958.

MUSÍLEK, P.: Finanční trhy a investiční bankovnictví. [Habilitační práce.] (připravováno do tisku ETC Publishing), Praha 1998.

ROSE, P. S.: Peněžní a kapitálové trhy (Finanční systém ve stále globálnější ekonomice). Victoria Publishing, Praha 1994.

SHARPE, W. F. – ALEXANDER, G. J.: Investice. Victoria Publishing, Praha 1994.

SHARPE, W. F.: A Simplified Model of Portfolio Analysis. Management Science, January 1963.

SHARPE, W. F.: Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. Journal of Finance, September 1964.

SHLEIFER, A. – VISHNY, R. W.: A Survey of Corporate Governance. (Paper presented at the Nobel Symp. on Law and Finance, Stockholm 1995.) publ. in: The J.of Finance, vol. LII, č. 2, June 1997, s. 737–783.

Vliv regulace kapitálového trhu na ekonomický růst. Sborník z konference pořádané Nadací pro rozvoj kapitálového trhu, Praha, květen 1997.

SUMMARY

Evolutionary Development of the Czech Financial Market

Michal MEJSTŘÍK – member of the „Finance a úvěr" editorial board; Director of the Institute of Economic Studies of the Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague; EEIP, a. s., Prague

The author stresses the importance to the development of financial markets of economic growth and associated risks, which to date have not been properly reflected in Czech government policies. Due to: its passivity, the government became a victim of its own success in coupon privatization once the project was completed. Instead of a logical fluent transition to a standard market mechanism, until 1997 the government rigidly relied upon the laboratory environment of the first transformation stage, and upon a completely imperfect legal framework of the market economy. The government accepted the general presence of „incomplete contracts" as a constant given value; this resulted in chronic unenforceability of accepted contractual obligations, and a disadvantaged position of creditors and debtors and majority and minority owners. The government also undervalued the role of poorly and slowly functioning independent courts. Even in the case of satisfactory elements of legislation of capital market regulation, in 1994-1995 the government did not manifest the political will to monitor the compliance with valid regulatory rules of the most important institutional owners to emerge from the coupon privatization: funds and their administrators. Many administrators emphasized short-term profits rather than long-term development of the administered funds and companies, often acting counter to their minority shareholders' interests. The author points to recent adjustments, both in the evolution of financial markets and their regulation that will gradually revolve into a standard environment.