

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

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 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 Mičoch, 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.

České kapitálové trhy – iluze a hořká skutečnost

Jiří HAVEL*

O českých kapitálových trzích se hovoří s vysokou frekvencí doma i v zahraničí. Žel, nejde o popularitu, která by nás mohla naplňovat obzvláštní pýchou. České kapitálové trhy se totiž staly proslulým synonymem finanční kriminality a neetického obchodního chování¹. Pověst českých finančních trhů je značně otřesena a zdá se, že bude trvat značně dlouhou dobu, než se zdaří zásadní obnovení důvěry. Nikdo pak nepochybuje o tom, že důvěra je na finančních trzích naprosto klíčovým faktorem.

Geneze problému

Vznik českých kapitálových trhů je charakteristický především tím, že je do značné míry odvozen od transformace ekonomiky, a zejména od podoby její privatizace. Je proto účelné rozlišovat kapitálové trhy vzniklé spontánně a trhy vzniklé uměle na základě vize architektů reformy, tedy trh vzniklý na základě přirozené potřeby (svobodné hry tržních sil) od trhu vzniklého uměle na základě příkazu zákonodárce (či spíše reformního ideologa).²

Jako trh vzniklý víceméně přirozenou cestou vystupuje v naší zemi především trh dluhopisů. Nejde o trh na první pohled snad mimořádně objemný a členitý, nicméně jde o trh, který má už několik stabilních segmentů, počínaje státními dluhopisy přes dluhopisy komunální a bankovní a konče dluhopisy podnikovými. Zaznamenali jsme i první emise hypotečních zástavních listů. Nelze jistě tvrdit, že trh dluhopisů by byl zcela idylický,³ nicméně lze konstatovat, že počet jeho problémů a otevřených skandálů je v zásadě úměrný procesu vzniku kapitálového trhu. Jde bezpochyby o trh vcelku funkční, a to přes jistou dočasnou ochablost v současném období, kdy nové emise přirůstají pomaleji, než byla původní očekávání.

Naproti tomu trh akciový vznikl ve zcela zásadní míře jako důsledek kuponové privatizace, a tedy rozhodnutím zákonodárce, který přisoudil všem

* Doc. Ing. Jiří Havel, CSc. – Institut ekonomických studií FSV UK Praha

¹ Ve svých textech na to upozorňuje i J. Stiglitz [1997b].

² V tomto směru jistě není od věci připomenout, že vize českých reformátorů o nutnosti rychlého budování kapitálového trhu v Československu hned na počátku zděsily i mnohé zahraniční experty. Budujte nejdříve samotný trh, tvrdili, protože kapitálový trh je tou nejnáročnější formou trhu vůbec.

³ Například dluhopisy s pevnou úrokovou sazbou, které byly vydány na počátku reformy v období relativně vysokých úroků, značně zatížily hospodaření některých podniků. Ve srovnání s úvěry totiž závazky z dluhopisů lze jen mnohem obtížněji restrukturalizovat.

akciím z kuponové privatizace statut veřejně obchodovatelných cenných papírů.⁴ Tak se na kapitálovém trhu ocitlo více než dva tisíce emisí akcií podniků a fondů z kuponové privatizace. Tím se počtem obchodovaných emisí český kapitálový trh téměř dostal před evropskou mekkou kapitálového trhu, tj. před Londýn! Finančním objemem operací ovšem v porovnání s tímto trhem tvořil skromný zlomek procenta.

Lze bezpochyby konstatovat, že tento experiment sociálního nebo spíše finančního inženýrství se v hlavních charakteristikách příliš nezdařil. Trh je totiž skutečně cosi, co nezbytně vzniká na základě spontánní aktivity (potřeby) jeho účastníků, jinak je zpravidla zásadně deformován. Přestože většina konstruktérů reformy získala své teoretické ostruhy právě na kritice socialistického oktrojovaného trhu, dopustila se tak vlastně stejné tragikomické chyby jako někdejší vlajkonoši plánování. Ve skutečnosti byl spuštěn trh, který už svým charakterem popíral možnost efektivního fungování.⁵

Pro kapitálový trh nejdůležitější je dostatečná, tj. poměrně vysoká intenzita obchodování s cennými papíry. Pouze tehdy mohou ceny kapitálového trhu mít elementární vypovídací schopnost; při nízkém objemu obchodů je cena určována náhodnými faktory a je extrémně snadno manipulovatelná. Nelze-li obchodovatelné množství cenného papíru zpeněžit (převést do likvidní formy) za veřejným trhem signalizovanou nebo alespoň podobnou cenu, nemá takový „kapitálový trh“ pro daný titul význam (likviditu).

Potřebnou intenzitu obchodování však může zajistit jen dostatečná poptávka. Důvodem pro zvolení formy kuponové privatizace ovšem byl nedostatek kapitálu. Nedostatečná poptávka po podnicích tak měla být fakticky rozředěna kapitálovým trhem, kde ovšem vůči takovým rozměrům nabídka byla poptávka samozřejmě také nedostatečná. Nelze než konstatovat, že kuponovou privatizací byl problém nedostatku kapitálu pouze časově a místně posunut. Českému kapitálovému trhu od počátku chyběl kapitál a dostatečně silní hráči. Tak vznikl první paradox: *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.*

Podmínkou dostatečné intenzity obchodování, tj. likvidity cenného papíru, je samozřejmě i rozměr emise cenného papíru. Můžeme se přit o to, co je takovým emisním minimem, ale zřejmě se shodneme, že takové minimum skutečně existuje. Praktici uvádějí, že pro obligace je optimální rozměr emise nad 1 mld. Kč; za tohoto rozsahu emise mají papíry dostatečnou likviditu. Emise obligací pod 400–500 mil. Kč mají věcně spíše charakter soukromých emisí, u nichž se s aktivním obchodováním na kapitálových trzích ani příliš nepočítá. Lze jen poznamenat, že rozměr emise akciového titulu by měl být pro optimální likviditu spíše vyšší, neboť kontrolní balík akcií se na veřejném trhu obvykle neobchoduje.⁶ *Kontrolní balík má zcela jinou*

⁴ Pro akcie z první vlny určil statut veřejné obchodovatelnosti zákon o cenných papírech (§ 92 odst. 1 zákona č. 591/1992 Sb.), v druhé vlně žádaly již podniky o statut veřejné obchodovatelnosti akcií „dobrovolně.“

⁵ Skutečnost, že to byl trh ze společenského hlediska více destruktivní než konstruktivní, nepopírá fakt, že to byl reálný a fungující trh. I socialismus, jak známo z analýz J. Kornaie nebo L. Mičocha, měl nepochybně trh, jeho deformovanost a nevykonnost byla ovšem zcela prokazatelná.

⁶ V naší praxi má ovšem i významná část emise obligací poměrně stabilní umístění u jednoho nebo několika investorů, což samozřejmě i zde snižuje likviditu titulů.

hodnotu než běžná portfoliová investice; představuje totiž právo aktivního řízení akciové společnosti. Akcie představující kontrolní balík je tedy jiným zbožím než akcie minoritního podílu, která je naopak právě oním zbožím, jehož cenu signalizuje kapitálový trh.

Srovnáním s výše uvedenými orientačními hodnotami však můžeme snadno učinit závěry o vhodnosti českých akciových titulů k jejich existenci na kapitálovém trhu. Mezi těmito tituly lze totiž najít i emise o objemu pouhých 30 mil. Kč! Zhruba 850 emisí je menších než 100 mil. Kč a cca 1 200 je menších než 200 mil. Kč.⁷ Již z těchto výmluvných čísel lze jednoduše dedukovat, že naprostá většina českých akciových titulů se statutem veřejné obchodovatelnosti nespĺňuje ani to nejelementárnější objemové kritérium pro funkční obchodování na veřejných trzích, naopak tyto akcie přicházejí na veřejný trh se zcela mizivou likviditou a jejich ceny nemají ani špetku vypovídací hodnoty. Martin Sommer [1997] pak autoritativně prohlašuje, že na českém kapitálovém trhu existují pouze tři tituly, které splňují příslušná kritéria. Těmito tituly jsou ČEZ, Telecom a Komerční banka. Ani já se neodvážuji tvrdit, že na českém kapitálovém trhu lze najít řádově více než desítky potenciálních bonitních emitentů.⁸

Další podstatnou skutečností je, že nejméně devadesát procent českých emitentů objektivně nemá naprosto žádnou šanci získat jakékoli nové prostředky na kapitálovém trhu emisí akcií nebo obligací – tedy alespoň na veřejném segmentu tohoto trhu. Jakkoli nad tím někteří iluzionisté českého kapitálového trhu trpce nařikají,⁹ jde o zcela přirozený fakt. Tito emitenti totiž nemají ani takové rozměry podnikání, ale ani takové elementární hospodářské výsledky, které by je k financování prostřednictvím kapitálového trhu jakkoli opravňovaly. A samozřejmě lze dodat, že přebytek akcií z kuponové privatizace, projevující se slabými cenami, dále oslabuje zájem o mladé emise.

Nemožnost získat nové zdroje přes veřejný kapitálový trh vede naprosto zákonitě k prezírání zájmů minoritních akcionářů. Zatímco na fungujícím trhu je i relativně drobný akcionář váženou osobou, neboť společnosti svěřuje své peníze, v ČR je pokládán za obtížný hmyz a podle toho vypadá i chování k němu. To začíná nevyplácením dividend a končí populárními informačními bariérami. Naopak majoritní akcionáři si výnosy poukazují neoficiálními cestami zpravidla nadfakturací nebo podfakturací vstupů a výstupů výroby vůči satelitním podnikům.¹⁰ Snaha o rychlé zhodnocení investic agresivního majoritního vlastníka nezřídka ohrožuje samotnou podstatu podniků: *Zatímco obecným smyslem kapitálového trhu je získávání finančních zdrojů a rozvoj podniků, jeho specificky česká podoba naopak mnohdy vedla k odčerpávání zdrojů a k destrukci.*

⁷ Jde o počty titulů ze souboru subjektů z kuponové privatizace. Tento soubor by však doznal dalších změn, kdybychom zkoumali příslušné tituly v podrobnějším členění. Mezi veřejně obchodovatelnými emisemi figurují totiž díky administrativním chybám i takové, které se ani veřejně obchodovat nemohou (např. akcie s omezenou převoditelností), a dále i akcie natrvalo znehynběné strategickým investorem.

⁸ Mezi potenciálními emitenty zde počítám i ty společnosti, které na veřejném trhu sice nejsou, ale snadno by tam mohly vstoupit (např. Škoda Mladá Boleslav).

⁹ Srov. např. standardní vystoupení T. Ježka z let 1996–98.

¹⁰ Satelitním podnikem rozumím podnik stoprocentně vlastněný majoritním akcionářem. Na takové firmy jsou přečerpávány nejen zisky, ale dokonce i základní zdroje privatizovaných podniků.

Zavádějící informace z kapitálového trhu pak vedou k dalším poruchám. Manipulace s cenami umožňuje zkreslovat výsledky finančních institucí a tyto manipulované ceny jsou dále užívány k výpočtu vlastního jmění investičních fondů a dědických daní, manipulace slouží k optimalizaci daní ze zisku apod. *Jestliže obecným smyslem kapitálového trhu je transparentnost transakcí s cennými papíry, česká varianta v realitě poskytuje informaci naprosto bezcennou, nicméně však informaci se závažnými ekonomickými a právními důsledky.*¹¹

Velice zvláštní kapitolu v dějinách našeho finančního trhu představují investiční fondy. Tyto fondy byly dokonce po kuponové privatizaci klíčovými vlastníky podniků; vždyť v první vlně jim svěřilo své investiční body 72 % a v druhé vlně 63 % účastníků. Někteří pesimisté odhadují, že příčinliví správci fondů si присvojili téměř polovinu svěřeného majetku. To by představovalo v účetní hodnotě z let privatizace více než sto miliard korun! Jako přísní vědci ovšem nemůžeme tyto údaje potvrdit. Máme jen nepřímé důkazy v podobě finanční situace některých správců.¹² *Jestliže investiční a podílové fondy představují ve světě cestu k omezení investičních rizik, české fondy se staly symbolem finančního desperátství.* Tato skutečnost je o to tragičtější, že špatné zkušenosti z nekalé činnosti správců části fondů naprosto negovaly dobré výsledky fondů spravovaných správci seriózními. Hluboká nedůvěra k fondům bude zřejmě investiční klima v ČR poškozovat i nadále.

V zájmu spravedlnosti je nutné říci, že sami někteří představitelé reformního manévru upozornili, že pro akciové tituly se forma veřejného trhu užívá výlučně pro usnadnění redistribuce cenných papírů po kuponové privatizaci, tj. k redistribuci, která má usnadnit koncentraci vlastnických podílů.¹³ Jistě nelze pochybovat o tom, že taková redistribuce byla z ekonomického hlediska účelná a potřebná, tedy pokud překonáme pochybnost zásadní, tj. pochybnost o samotné kuponové privatizaci.¹⁴ Nicméně zůstává skutečností, že *po užití kapitálového trhu k pouhé redistribuci vlastnictví zde nezůstala otevřena žádná zadní vrátka k trhu standardnímu*, ba spíše se tato vrátka zavřela.

Snahy o nápravu, náměty, opatření a skutečnost

Negativní jevy českého kapitálového trhu byly jevově známy poměrně záhy po jeho vzniku. O to více překvapovala liknavost v přístupu k řešení těchto problémů. Obdobně pak chyběla analýza jako východisko k řešení. Namísto toho byly naopak nezřídka akcentovány parciální zájmy některých

¹¹ Charakteristické je, že i státní instituce Fond národního majetku běžně požaduje za prodávané akcie (nikoli kontrolní balíky) ceny v násobcích cen z veřejných trhů.

¹² Legendární londýnská večeře V. Koženého ve dvou za tři čtvrti milionu korun nadchla i jinak střízlivé britské novináře.

¹³ Tento argument užívají v diskuzích např. R. Holman nebo D. Tříška. Bylo by jistě laciné prohlašovat, že tento argument je užíván jako z nouze ctnost nebo s křížkem po finančním funuse.

¹⁴ Základním argumentem pro kuponovou privatizaci byla její relativní rychlost. Již v době kuponové privatizace jsem ovšem namítal, že privatizační loterie by byla ještě rychlejší a levnější. Pokud jde o efektivnost kuponové privatizace, budeme se vždy pohybovat spíše v oblasti spekulací, protože nebudeme mít k dispozici srovnatelná data jiného řešení téhož. Skutečností zůstává, že makroekonomické výsledky Polska, Maďarska nebo Slovenska jsou s českým „zázrakem“ srovnatelné a v poslední době možná v globále i lepší. Mé výhrady ke kuponové privatizaci shrnuje jiný text [Havel 1997].

účastníků tohoto trhu. Po trhu a jeho institucích se mnohdy chtělo to, čeho není schopen dosáhnout, a naopak se nepožadovalo to, co vlastně plnit má. Důvody byly vcelku prosté. Obchodníci s cennými papíry byli značně rozčarováni, že po redistribuční fázi obchodů lukrativní zakázky rychle vysychaly, a komicky požadovali po státu taková opatření, která by jim zabezpečila zisky nové. Naproti tomu vládní garnitura (její intelektuální špičky) si uvědomovala, že od prostého redistribučního mechanismu kuponových akcií může jen obtížně očekávat výkonnost standardního kapitálového trhu. Protože ale nemohla veřejně přiznat, že se ocitla ve slepé uličce, chovala se spíše pasivně.

Problém byl samozřejmě svou podstatou kombinovanou s politickým manévrovacím prostorem neřešitelný. Pokud by byl ponechán otevřený prostor jako status quo, pak by zřejmě postupně došlo ke spontánnímu odchodu nevhodných emisí z veřejného trhu, tj. ze statutu veřejné obchodovatelnosti. Úbytkem veřejně obchodovatelných emisí by ale byli poškozeni obchodníci. V roce 1995 a 1996 někteří emitenti požádali o zrušení veřejné obchodovatelnosti,¹⁵ což vyprovokovalo vzrušenou reakci sdělovacích prostředků a zásadní odsudek ze strany některých otců i kmotrů našich kapitálových trhů.

V celé diskuzi se argumentovalo zájmy drobného akcionáře. Stažením z veřejného trhu měl drobný akcionář ztrácet možnost cenové orientace a realizace svých akcií. Otázkou zůstává, zda měl skutečně co ztratit. Zrušení statutu veřejné obchodovatelnosti nerušilo samotnou obchodovatelnost akcií. Akcie by nadále bylo možné prodat komukoli, nikoli však na veřejných trzích. Ceny veřejného trhu byly ovšem stejně pochybné. Jediné, co akcionář ztrácel, byl „komfort“ burzy a RM-systému. Možnost obchodování na přepážce SCP zůstávala zachována. Jistě nelze tvrdit, že by šlo o optimální řešení. Nicméně, pokud vyloučíme jako řešení omluvu odpovědného ministra¹⁶ za zařazení naprosto nevhodných titulů do kuponové privatizace (resp. kapitálového trhu), byl by asi spontánní odchod emitentů z trhu řešením nejpřirozenějším.

V roce 1996 se – jako veliké vítězství morálky – novelou obchodního zákoníku svázalo zrušení veřejné obchodovatelnosti s povinnou nabídkou odkupu akcií.¹⁷ Tak se zrušení veřejné obchodovatelnosti svázalo s dodatečnými náklady, které nutí emitenty zůstat i v těch nejabsurdnějších případech na veřejných trzích.¹⁸ Nadměrný počet emisí tak nadále nesmýslně mate laické investory a zatěžuje osmdesát procent kapacity dozoru kapitálového trhu balastními tituly.

Jiným požadavkem byl nucený odkup akcií majoritním akcionářem. To bylo pokládáno za řešení tržně konformní, ačkoli celá řada vyspělých ekonomik podobný prvek nemá a zřejmě ho příliš nepotřebuje. Nekalá praktika majoritního akcionáře (nebo obecněji společnosti) vede na funkčním fi-

¹⁵ Pokud stanovy neurčovaly jinak, bylo tehdy takové rozhodnutí v kompetenci představenstva akciové společnosti.

¹⁶ Pro první vlnu kuponové privatizace byl tímto ministrem T. Ježek, pro druhou J. Skalický.

¹⁷ Jde o § 186a obchodního zákoníku.

¹⁸ Stupidita právní úpravy zrušení veřejné obchodovatelnosti je neuvěřitelná. Odkupuje se za ceny za posledních šest měsíců před zrušením veřejné obchodovatelnosti (§ 183c OZ). Veřejná obchodovatelnost však zaniká až šest měsíců po uveřejnění rozhodnutí valné hromady o této věci (§ 77 odst. 8 ZCP). Agenti trhu mají tedy šest měsíců na to, aby manipulovali ceny na veřejných trzích. Autor této úpravy jistě postupoval se znalostí hlavy XXII. Praktické případy ekonomické nerealizovatelnosti rušení veřejné obchodovatelnosti jsme zažili v roce 1998.

nančním trhu k prudkému poklesu důvěry v ovládanou společnost, tj. k poklesu cen akcií a k zdražení či restrikci zdrojů z obligací a úvěrů. Tato hrozba funguje okamžitě s téměř smrtící účinností a sankce právní ji nemůže nahradit. Právní sankce totiž nastupuje zpravidla ex post, je zdlouhavá a její spolehlivost není a nemůže být absolutní.¹⁹

V úpravě majoritního odkupu zvítězily v roce 1996 právní iluze²⁰ nad ekonomickým obsahem. Při postupném získávání majority musí akcionář dokonce třikrát nabídnout odkup, a to při překonání hranice poloviny, dvou třetin a tří čtvrtin podílu na hlasovacích právech akciové společnosti.²¹ Ustanovení jako obvykle postihuje seriózní investory, zatímco neseřízní investoři mu uhýbají. Podíl je možné naředit na několik součástí a akcie přesahující příslušný podíl „zaparkovat“. Povinnosti je možné se zbavit také následným odprodejem. Dosud proběhlé odkupy se vyznačovaly minimálními, často až směšnými cenami ve srovnání s podílem na čistém obchodním jmění připadajícím na příslušné akcie.

Kvalita změn obchodního zákoníku z roku 1996 byla vůbec natolik nízká, že jedna z největších autorit českého obchodního práva prof. I. Pelikánová je označila za doklad poklesu legislativní techniky a v dílčích otázkách je označila dokonce za úpadek právního vědomí [Pelikánová 1996]. Doc. K. Eliáš označil změny za diletantské [Eliáš 1998].

Jedním z příkladů závažných omylů je skutečnost, že úprava v jedné velmi důležité otázce naopak minoritní akcionáře jakékoli ochrany zbavila. Jednalo se o ty minoritní akcionáře, kteří svou pozici v akciové společnosti ochránili ustanovením stanov o kvalifikované většině, podle něhož ke změně ochranných ustanovení stanov bylo zapotřebí natolik vysoké většiny, že minoritním akcionářům zaručovala, že k této změně nemůže dojít bez jejich souhlasu. Novela obchodního zákoníku změnila ustanovení o kvalifikované většině z dispozitivního na kogentní, takže tento standardní ochranný prvek se stal ze zákona neplatným!²² Protože šlo o závažný zásah do vlastnických práv bez jakékoli náhrady, lze uvažovat i o kolizi s ústavním právem.

Rozsáhlá změna zejména akciového práva se promítla do značných potíží soudního aparátu, znepráhlednila právní úpravu a posunula problematiku zpět do období prvotního hledání, v němž se nelze opřít o judikaturu. Profesionálně špatná změna uvrhla ekonomickou i právní veřejnost do významné právní nejistoty a ve svém efektu se významně podílela na zneprůchodnění soudů.²³

Úpravy z roku 1996 přinesly samozřejmě i některé pozitivní prvky, spíše však v normách, které nebyly připraveny jako poslanceká iniciativa (zákon o cenných papírech a zákon o investičních společnostech a investičních fon-

¹⁹ Při veškeré kritice našich soudů, státních zástupců, policie nebo orgánů státního dozoru, ke kterým se často s nemalou intenzitou připojují, si je nutné uvědomit, že zpoždění a omezená efektivita spravedlnosti jsou objektivními prvky.

²⁰ Nositeli těchto právních iluzí byli ovšem především ekonomové.

²¹ § 183b obchodního zákoníku. Výše uvedená formulace je zjednodušením, protože se jedná o takový podíl na veřejně obchodovatelných akciích, který je spojen s uvedenými hlasy. Dosáhne-li akcionář majority na základě vlastnictví neveřejně obchodovatelných akcií, odkup nabízet nemusí. Protože má řada podniků vedle sebe oba druhy akcií, je odkup dále relativizován...

²² Srov. ustanovení § 186 obchodního zákoníku před a po účinnosti změn provedených zákonem č. 142/1996 Sb.

²³ Až dva roky po účinnosti změn lze říci, že se s tímto vyrovnaly např. rejstříkové soudy.

dech). I náměty na změny obchodního zákoníku byly v mnoha ohledech zajímavé a obsahově mnohdy jistě akceptovatelné, jejich přijatá právní podoba však, žel, veškerá tato pozitiviva v podstatě negovala.

Vedle přijatých změn však byly diskutovány i některé další náměty. Asi nejvíce popularity získaly spory o uvalení zákazu obchodů s veřejně obchodovatelnými cennými papíry mimo veřejné trhy, především na přepážce SCP. Smyslem podobných představ bylo posílení obchodování na oficiálních trzích, zejména pak na tzv. cenotvorných segmentech těchto trhů. Oponenti namítali, že podobné omezení nemá smysl, protože přímé obchody, ale i některé jiné typy obchodů na oficiálních veřejných trzích (BCPP a RMS) jsou svou ekonomickou podstatou totožným obchodem jako obchody na přepážce. Jediným výsledkem tedy bude omezení konkurence zprostředkovatelů, a to pouze u tržního segmentu zaknihovaných cenných papírů.²⁴

K administrativnímu zákazu obchodů na přepážce nakonec nedošlo. Naštěstí se ukázalo, že veřejné trhy nejenže musejí, ale i mohou nabídnout takové služby, které by byly pro investory natolik zajímavé, že si je zvolí jako výhodnou alternativu. Systém tvůrců trhu na BCPP pak konečně přenesl obchody na dostatečně transparentní segment trhu.²⁵ Samozřejmě s tím omezením, že funguje jen pro malou skupinu dostatečně likvidních emisí.²⁶

Svého času (v roce 1995) byl populární tlak na zavedení subregistru, popř. zrušení centrální evidence zaknihovaných cenných papírů ve Středisku cenných papírů (SCP). Zastánci takové úpravy prohlašovali, že jen tato možnost může zpružnit obchodování a demonopolizaci snížit jeho transakční náklady. Odpůrci poukazovali na to, že zájem o subregistry je především zájmem o informační asymetrii a o celkové snížení transparentnosti trhu včetně omezení možnosti užití centrální evidence k doзору nad trhem a k potírání hospodářské kriminality. Po masivní kampani, vedené fakticky některými exponenty významných obchodníků s cennými papíry, zájem o subregistry pominul.²⁷ Efektem této kampaně snad bylo určité zpružnění služeb SCP. V současnosti se už o likvidaci centrální evidence neuvažuje a tato evidence je pokládána za jeden ze stabilních prvků českých kapitálových trhů. Uživatelé však mají nadále pochybnosti o přiměřenosti některých nákladů této evidence. Odtud plynou občasně úvahy o privatizaci SCP, předání SCP Burze ap.

Poslední velké změny

Změny v právní úpravě z roku 1996 skončily v podstatě fiaskem. Protože neřešily podstatu problému, zůstaly převážně v rovině proklamací a přání. Právní prosazení mnoha nových pravidel je neuskutečnitelné. V realitě českého kapitálového trhu se prostě změnilo poměrně málo²⁸. Dedukce našich

²⁴ Pohyb listinných cenných papírů na doručitele nelze kontrolovat.

²⁵ Úspěch segmentu SPAD byl určitým překvapením.

²⁶ V segmentu SPAD se v srpnu 1998 obchodovalo šest emisí (RIF, ČEZ, Komerční banka, Česká spořitelna, Unipetrol a SPT TELECOM).

²⁷ Úprava od roku 1996 určité subregistry umožňuje při zachování funkční propojenosti s SCP. Jde tedy o zachovaný jednotný registr s předstunutým tykadlem. Zájem je především o registr vlastních cenných papírů v případě emisí podílových listů. O širší subregistr – snad s výjimkou jednání vypořádacího centra burzy s SCP – zájem nebyl.

²⁸ Nelze popřít jisté pozitivní změny, nicméně zůstává otázkou, zda jsou tyto změny spíše výsledkem přirozené transformační evoluce, či efektem nové právní úpravy.

„mediálních tvůrců odborného mínění“ byla však právě opačná. Podle jejich názoru byly tyto změny krokem správným směrem, nicméně byly přes svůj značný rozsah ještě příliš malé na to, aby změnily nezdravé praktiky části trhu. Z tohoto hlediska je tedy nutné dále posílit formulaci pravidel, stejně jako posílit represivní složky a vybavit je příslušnými pravomocemi.

Prvním námětem pro změny bylo vytvoření nového orgánu pro dozor nad kapitálovým trhem. Argumentem pro nové uspořádání dozoru byly nedostatky kapitálového trhu a údajně slabá aktivita dozoru dosavadního, který byl součástí Ministerstva financí. V zájmu spravedlnosti je ovšem nutné říci, že dozorové orgány kapitálového trhu měly věcně nejsložitější postavení a velice malé pravomoci. Dozor v této oblasti má sledovat cca 2 500 emisí cenných papírů, cca 500 obchodníků s cennými papíry, cca 200 fondů apod. Ve srovnání s početnějším bankovním dozorem ČNB, který se stará o pouhých šest desítek subjektů s relativně homogenním produktem, zátěž dozoru kapitálového trhu jednoznačně vyniká.²⁹

Tak se v ČR objevil zásadní námět zřídít komisi pro cenné papíry podle amerického vzoru. Nespornou zajímavostí celé diskuze o jejím zřízení bylo minimální akcentování věcných stránek úpravy dozoru. Argumentace zastánců komise se redukovala na požadavek nezávislosti komise a zvýšení represe, tj. pokut a pravomoci uvalovat předběžná opatření. Již tyto požadavky nebyly pokládány za bezsporné.

Nezávislost zřízené Komise pro cenné papíry ČR je problematická v tom, že sama o sobě nezabezpečuje efektivnost konání orgánu. Nezávislost není zárukou nestrannosti. Proto mají nezávislé soudy složitou strukturu, o odvolání se rozhoduje v Senátu a ještě se případně připouští určité mimořádné opravné prostředky. Komise je nezávislým orgánem, vůči jehož rozhodnutí se lze odvolat (podat rozklad) zpátky k tomuto orgánu (prezidiu). Vzhledem ke skutečnosti, že podle ustanovení o správním soudnictví se přezkoumává pouze zákonnost rozhodnutí správních orgánů, nelze celou řadu podstatných problémů soudní cestou vůbec řešit.³⁰

Druhým problémem nezávislosti Komise je ztráta politické odpovědnosti za výkon dozoru v této významné oblasti. To vede k významné redukci společenské kontroly. Nezávislost orgánu je v pořádku tehdy, pokud tento orgán řádně funguje. Pokud však orgán nefunguje nebo funguje špatně, je bezbřehá nezávislost právě onou brzdou, která znemožňuje rychlou a účinnou nápravu.³¹

Pokud se jedná o sankce, je mimo diskuzi, že ty byly v mnoha případech velice malé ve srovnání s výší škod nebo rozměry podnikatelských aktivit postihovaných. Zděšení potenciálních adresátů však způsobuje, že výše pokut bude záviset v podstatě na uvážení dozoru v rámci velmi volných pravidel. Na straně druhé si však nikdo nedokáže představit, jak vytvořit penalizační „sazebník.“ Věc by zřejmě měl alespoň metodicky řešit nějaký interní předpis Komise.

²⁹ Ze subjektů dozorovaných ČNB se dostala do úpadkové situace čtvrtina subjektů, a pokud zůjme výběr na ryze české subjekty, můžeme mluvit téměř o polovině. Protože je ČNB apolitický subjekt a má miliardové prostředky na sanaci chyb, skandalizace její výkonnosti je řádově nižší.

³⁰ Udělí-li Komise např. stomilionovou pokutu, soud pouze přezkoumá, zda v příslušném spise je doloženo, že penalizovaný subjekt porušil svou povinnost, a dále zda podle příslušných ustanovení zákona je možné pokutu v této výši udělit (zjednodušenou).

³¹ V tomto směru je nutné zcela upřímně popřát nově jmenovaným členům prezidia, aby jejich kroky při faktickém ustavení instituce byly pouze šťastné.

Předběžná opatření Komise jsou reakcí na nefunkčnost soudů v této oblasti.³² Problémem předběžných opatření je však to, že bez rozhodnutí ve věci samotné lze prakticky likvidovat podnikání subjektů nebo alespoň způsobit nedozírné škody. Proto bylo do zákona doplněno cosi jako potvrzení předběžného opatření soudem.³³

Zvláštní humoristickou nebo spíše tragikomickou přílohou tohoto textu by mohla být legislativní kvalita a způsob projednávání návrhu zákona o Komisi. Původní návrh byl vytvořen na BCPP, údajně na základě anglického textu připraveného britskou právníčkou.³⁴ Tento duchovní skvost byl za značných obtíží roubován na českou realitu. Výsledek vypadal podle toho. Jistý docent ústavního práva o této předloze pravil: „Tento návrh porušuje nejen celou řadu obecných právních principů, ale i ta vůbec nejelementárnější pravidla legislativní techniky. Dává nekontrolovatelnému orgánu nedozírné pravomoci, aniž by stanovil jeho odpovědnost a v klíčových záležitostech alespoň přezkoumatelnost soudem. Orientace na procesněprávní záležitosti a naprostá absence hmotněprávních ustanovení připomínají normy padesátých let. Na návrhu překvapuje jedině, a tím je neuvěřitelná drzost podobnou slátaninu předložit.“

Tento návrh poměrně kysele převzalo Ministerstvo financí a stálo tak před rozhodnutím, zda připravit nový návrh, či jen novelizovat ustanovení o dozoru v zákoně o cenných papírech (což by bylo asi přirozenější). Protože se však objevila doba balíčků, předložení zákona začalo značně spěchat, a tak se rozhodlo o využití již připravené předlohy s určitými změnami. Zde se však v plné nahotě projevil fakt, že špatnou předlohu nelze vylepšit dílčími opatřeními. Přesto byl zákon předložen vládě.

Vzhledem ke spěchu nebylo možné předložit tento zákon legislativní radě vlády. Vyjádřil se k němu pouze úřadující předseda legislativní rady vlády C. Svoboda. Jeho odborné stanovisko ovšem bylo zásadně odmítavé. Nejvýznamnější Svobodovy argumenty byly do zákona zapracovány během 24 hodin, zpravidla vyškrtnutím příslušných pasáží. Poté byl návrh přijat vládou.

Následně byl zákon odmítnut parlamentními legislativci a projednáván rozpočtovým výborem Sněmovny, nikoli však ve vládní podobě, nýbrž v podobě komplexního pozměňovacího návrhu poslance Březiny, zpracovaného ve spolupráci s Ministerstvem financí!³⁵ Vzhledem k tomu, že materiál obdržela většina poslanců a prizvaných odborníků až po začátku jednání, připomínala následná diskuze grotesku. Poté bylo slíbeno přepracování a to

³² Jeden kolega v anglickém textu pravdivě popsal časový odhad vydání předběžného opatření českým soudem. Organizátor konference však k jeho namnoženému textu doplnil poznámku, že časový údaj v měsících je zřejmě nepřesností překladu, protože logicky nemůže jít o měsíce, ale musí jít o hodiny, nanejvýše o dny.

³³ JUDr. Vyroubal nazval toto opatření legislativní hrůzou, protože jinak je předběžné opatření správního orgánu procesním úkonem, který nepodléhá soudnímu přezkoumání [Trchová 1998]. Vzhledem ke skutečnosti, že tento procesní úkon může mít dopad na výkon vlastnických práv s miliardovými hodnotami, vzniká otázka, jak najít slučitelnost postupu s elementárními principy ústavnosti. Na rozdíl od autora výroku přezkoumatelnost takového předběžného opatření uznali za potřebnou i soudci Nejvyššího soudu.

³⁴ Zásadní odlišnost anglosaského a kontinentálního práva zadavateli příliš nevadila.

³⁵ Ministrův sekretariát uznal nízkou kvalitu předložené normy a následně postupoval metodou změn v komplexních návrzích předkládaných věrnými poslanci. Někteří odborníci z Ministerstva financí však soudí, že kvalita normy mohla být přece jen o něco vyšší, kdyby byl ministr pověřil provedením změn někoho s právním, nebo alespoň ukončeným vysokoškolským vzděláním.

bylo předloženo v podobě dalšího poslaneckého komplexního pozměňovacího návrhu, nad kterým byly znovu právní pochybnosti. Bylo rozhodnuto předložit věc ústavněprávnímu výboru, který věc projednal, avšak nezaujal žádné stanovisko. Zákon se tak nakonec ocitl na plénu v podobě dalšího komplexního pozměňovacího návrhu poslance Zajíčka. Poté byl návrh Sněmovnou přijat, odmítnut Senátem a nakonec Sněmovnou znovu přijat ve znění změn navržených Senátem. Existují-li nějací lidé, kteří si myslí, že takto může vzniknout kvalitní zákon, autor tohoto textu k nim rozhodně nepatří.

K popisu zásadních změn na českém kapitálovém trhu patří jistě i rozhodnutí o otevírání fondů, které bude v příštím roce hlavní událostí na kapitálovém trhu. Jde o opatření nestandardní, které postihuje především ty subjekty, které se nezměnily na holdingy a byly spravovány s jistou profesionální odpovědností.³⁶ Podrobnější popis by si však vyžadoval samostatný text, který by navíc vzhledem k neukončenosti procesu byl předčasný.³⁷

A co dál?

Pokud jde o návrh nových opatření pro kapitálový trh, navrhuji bych postupovat střídavě a neslibovat nic v kampaních, které nemohou plodit nic jiného než legislativní zmetky. Věci se nemění k lepšímu hysterickými výkřiky, ale trpělivou analýzou a uplatňováním jejich výsledků. Celá řada věcí je řešitelná jen v širším kontextu. Opatření v oblasti kapitálového trhu nemohou zároveň nahrazovat zákonodárce, soudy, státní zástupce, policii a jiné orgány. Budování právního státu je jistě věc zdoluhavá, ale jistě nikoli zbytečná.

Osobně považuji za prvotní redukci počtu veřejně obchodovatelných titulů. Představuji si to tak, že by zákon stanovil minimální rozměr emise např. 0,5 mld. Kč, a tituly, které by tuto náležitost nespĺňovaly, by přestaly být veřejně obchodovatelnými ex lege. Velmi bych váhal s poskytováním náhrad za ztrátu veřejné obchodovatelnosti; takové náhrady by pouze zatížily příslušné podniky. Podobně by rozhodnutí emitenta o zrušení veřejné obchodovatelnosti nemělo být spojeno s odkupovou povinností; tento institut se opravdu neosvědčil a naopak bránil vyčištění trhu.

Povinné odkupy majoritních akcionářů by se měly zjednodušit (tři hranice odkupu lze redukovat na dvě) a rozšířit zřejmě na všechny akciové společnosti, nikoli jen na veřejně obchodovatelné. Cena pro tyto obchody s výjimkou nejlukrativnějších titulů nemůže být stanovena z veřejných trhů a zřejmě by měla být stanovena znalecky na základě zvláštního předpisu. V případě malého počtu akcionářů by se mohlo alternativně připustit stanovení ceny dohodou všech zúčastněných. Někteří odborníci se domnívají, že vhodnou alternativou by bylo zrušení povinných odkupů, osobně mám za to, že v dané fázi by to asi bylo kontraproduktivní.

Pokud jde o informační povinnost o majitelích akcií, měla by být zřejmě rozšířena na všechny společnosti s hromadnou emisí³⁸ akcií, tedy nikoli jen na společnosti s veřejně obchodovatelnými akciemi. Je vedlejší, zda tuto evi-

³⁶ Otevírání fondů postihne především tuzemské bankovní subjekty. Pro investory, kteří si otevření prosadili, jde ovšem o výjimečně lukrativní podnik.

³⁷ V příštím roce bude možné vyhodnotit empirické údaje.

³⁸ Hromadnou emisí se rozumí více než 1000 kusů (§ 77 odst. 3 zákona o cenných papírech).

denci úplatně povede SCP (technicky to není problém), či modernizovaný obchodní rejstřík, nebo jeho nástupce. Lze uvažovat o změně obligatorní informační hranice z 10 např. na 5 %.

Zajímavým institutem by bylo nucené vykoupení okrajových akcionářů. Podobný institut je zřízen v Rakousku a řeší situace, kdy je společnost ovládána z více než 90 % jedním akcionářem, který však není schopen fyzicky vykoupit akcie zbývajících akcionářů. Přitom jejich význam je minimální a naopak jejich existence zatěžuje společnost řadou procedurálních problémů. Situaci by zjednodušilo, kdyby tyto vlastníky bylo možné vyplatit a ovládat společnost jedinou skupinou. Zákon by pro to měl nabídnout čestný způsob.

V oblasti dozoru nad kapitálovým trhem by mělo dojít k funkčnímu propojení v současnosti oddělených dozorů jednotlivých částí finančního trhu. Kapitálový trh dozoruje Komise, pojišťný trh a trh penzijního připojištění Ministerstvo financí a banky dozoruje ČNB. Přitom jde v našich skromných podmínkách o trh v zásadě jednotný; nabízí se otázka, zda tři oddělení dozoru nepředstavují vlastně přílišný luxus. Za nejschůdnější cestu bych považoval tvorbu společného odvolacího, metodického a kontrolního orgánu.

Hlavním problémem českých kapitálových trhů bude samozřejmě to, zda pražská burza a RM-systém ob stojí v konkurenci trhů v okolí. Je pravděpodobné, že klíčové emise budou mít tendenci se přesouvat do Frankfurtu nebo do Vídně. Tento problém se dá do budoucna těžko ovlivnit legislativně. Tuzemským organizátorům trhu lze jen přát, aby si i v procesu globalizace ekonomiky zachovali své pevné místo na finanční mapě světa.

LITERATURA

ELIÁŠ, K.: Obchodní zákoník. Praha, Linde, a. s., 1998.

HAVEL, J.: Obchodní zákoník, srovnávací znění. Praha, HZ a Bohemia Iuris Kapitál 1996.

HAVEL, J.: Český kapitálový trh v poločase. Acta Universitatis Carolinae, Oeconomica, 1997, č. 1.

HAVEL, J.: Ekonomika a právo v transformaci. In: Ekonomika, právo, transformace. Praha, ČSE 1998.

PELIKÁNOVÁ, I.: Komentář k obchodnímu zákoníku. Praha, Linde, a. s., 1996.

SOMMER, M.: Reforma akciový trh nespasí. Ekonom, 1997, č. 33, s. 59.

STIGLITZ, J. E.: Financial Regulation and Economic Development. In: International Conference of the Capital Market Regulation on the Economic Growth. Prague, Nadace pro rozvoj kapitálového trhu 1997a.

STIGLITZ, J. E.: Financial Markets in Economies in Transition. In: International Conference of the Capital Market Regulation on the Economic Growth. Prague, Nadace pro rozvoj kapitálového trhu 1997b.

TRCHOVÁ, Š.: Komise pro cenné papíry. Banky a finance, 1998, č. 3.

SUMMARY

Czech Capital Markets – Illusions and Bitter Facts

Jiří HAVEL – Institute of Economic Studies, Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague

The non-standard method of voucher privatization created several hundred shares, which were required to be traded on the public security markets. If, under usual conditions, issuers have a strong interest in presenting themselves on the stock exchange or similar public capital markets to attract financial investors, in the Czech Republic, the majority of issuers only felt a legal obligation to do so. Many Czech laws in the area of capital markets and corporate law are stricter than those of other countries, but the enforcement of the law is quite minimal. Radical reduction of publicly traded items is necessary, as well as an improved capital market supervision.