

Vydává Ministerstvo financí České republiky ve spolupráci s Českou národní bankou ve vydavatelství *Economia, a. s., Praha*

© Ministerstvo financí ČR

Adresa redakce: Váňohradská 49  
120 74 Praha 2

Telefon: 253 018 nebo: 24 21 00 25, l. 6141

Fax: 253 728

Šéfredaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

Publishers: Ministry of Finance of the Czech Republic in Cooperation with Czech National Bank in Publishing House *Economia, Prague*

© Ministry of Finance of the Czech Republic

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

Editor in Chief: Ivan Kočárník

## OBSAH

Marie JEŽKOVÁ: Dozor nad kapitálovým trhem na Ministerstvu financí . . . . . 373

Jan ZEMAN: K problémům ekologizace daňové soustavy v ČR . . . . . 379

Marie TICHÁ: Ekologické daně v zemích OECD . . . . . 389

Josef MERVART: Společný rozpočet Evropské unie, resp. ES . . . . . 392

**Rozpočtová politika — jaká byla, je a bude — 3. část**

František VENCOVSKÝ: Státní finance v historii Československa — období 1918—1947 . . . . . 407

Stanislava PŮLPÁNOVÁ—Karel PŮLPÁN: Bankovní úřad Ministerstva financí (1919—1926) . . . . . 418

## Recenze

Martin ČIHÁK: Průvodce fiskálními změnami (ed. Vito Tanzi) . . . . . 429

## Přehled — Survey

Zpráva o vývoji státního rozpočtu ČR za první čtvrtletí 1994 . . . . . 432

Report on the Budget Results from the First Quarter of 1994 . . . . . 438

## OMLUVA

Vážení čtenáři,

prosíme Vás, abyste omluvili chybné zařazení prvního dvoulistu (s. I, II, XXVII, XVIII) česko-anglického slovníku v č. 7/94.

Je důsledkem knižarské chyby při zpracování časopisu v tiskárně. Bohužel k zjištění chyby došlo až v době, kdy již bylo číslo přes PNS vyexpedováno, takže jsme nemohli chybu v celém nákladu opravit sami.

Prosíme Vás proto, abyste si po rozeřítí časopisu (uvolnění sponek) uvedený dvoulist zařadili správně (tj. před s. III a za s. XXVI slovníku); získáte tak bezchybnou a komplexní jak část čísla s články, tak vnitřní slovníkovou přílohu.

S redakcí jsme dohodli opatření, které by podobné politováníhodné situaci mělo napříště zabránit — expedice až po odsouhlasení komplexně zpracovaného čísla redakcí — a samozřejmě jsme postihli odpovědné pracovníky naše.

Věříme, že naši omluvu přijmete, a děkujeme Vám za pochopení.

*Pracovníci tiskárny MM design*

## CONTENTS

Marie JEŽKOVÁ: Task on the Capital Markets Supervision Department in the Ministry of Finance . . . . . 373

Jan ZEMAN: An Issue on Environmental Aspects of Tax System in the CR . . . . . 379

Marie TICHÁ: Environmental Taxes in OECD Countries . . . . . 389

Josef MERVART: General Budget of European Union (EC) . . . . . 392

**Budgetary Policy — Past, Present and Future — 3rd Part**

František VENCOVSKÝ: The History of the Czechoslovak State Finances from 1918 to 1947 . . . . . 407

Stanislava PŮLPÁNOVÁ—Karel PŮLPÁN: Bank Office of the Ministry of Finance (1919—1926) . . . . . 418

## Book-Review

Martin ČIHÁK: Fiscal Policies in Economies in Transition (ed. Vito Tanzi) . . . . . 429

## Survey

Report on the Budget Results from First Quarter of 1994 (in Czech) . . . . . 432

(in English) . . . . . 438

Redakční rada: dr. Ivan Angelis, CSc., doc. ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., ing. Petr Dvořák, ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., doc. ing. Kamil Janáček, CSc., ing. Miroslav Kerouš, ing. Ivan Kočárník, CSc., ing. Václav Kupka, CSc., ing. Tomáš Ježek, CSc., ing. Jiří Pospíšil, CSc., Vladimír Rudlovec, CSc., ing. Pavel Štěpánek, CSc., Ph.D. Jan Švejnar, doc. dr. František Vencovský, ing. Jan Vit, prof. ing. Karol Vlachynský, CSc.

DT: 336.76; 338.246.025.2 (437)

## Dozor nad kapitálovým trhem na Ministerstvu financí

Marie JEŽKOVÁ\*

Oddělení dozorů nad kapitálovým trhem se v rámci státního dozoru Ministerstva financí ČR zabývá povinnostmi vyplývajícími ze zákona č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, povinnostmi vyplývajícími ze zákona č. 530/1990 Sb., o dluhopisech, a z části zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, a to povolováním emisí veřejně obchodovatelných cenných papírů.

Při všech těchto činnostech provádíme státní dozor v celé šíři. Znamená to, že zabezpečujeme povolovací řízení, prověřkovou činnost, spolupůsobíme při legislativní činnosti, připravujeme některé legislativní normy nižšího řádu, a zejména vypracováváme metodické postupy. Dále se podílíme na výkladech zákonů, zabezpečujeme informační systém, a to nejen pro své vlastní potřeby, ale také pro metodické řízení toku informací pro veřejnost.

Pokud jde o agendu investičních společností a investičních fondů, je to v současné době naše nejrozsáhlejší a nejproblémovější agenda. Státní dozor vznikl za situace, kdy pro první vlnu kuponové privatizace bylo již Ministerstvem pro správu národního majetku a jeho privatizaci povoleno 264 investičních fondů. Tyto fondy vznikly jako okamžitá reakce na aktuální ekonomickou situaci — první vlnu kuponové privatizace. Povolení bylo uděleno prakticky všem, kteří o to požádali. Za neexistence právní úpravy se pro tuto formu podnikání rozhodovali převážně lidé, kteří měli kvalifikaci v některém „neekonomickém“ oboru, např. báňští inženýři, zemědělství inženýři, architekti, strojaři, někdy i lékaři. Ze statutů fondů vyplývá, že úmyslem těchto zakladatelů bylo získat významnější podíl v konkrétních společnostech a ty pak řídit. Zakladatelů fondů, kteří by

\* Ing. Marie Ježková, vedoucí oddělení dozorů nad kapitálovým trhem MF

Redakce příspěvek obdržela 31. 3. 1994.

měli praktické nebo alespoň teoretické znalosti z oblasti finančního trhu, bylo málo. Ostatně takových lidí bylo u nás v té době minimální množství všeobecně.

Pro druhou vlnu kuponové privatizace povolilo Ministerstvo financí 70 nových investičních fondů a 185 podílových fondů. Některé z těchto fondů se nestačily ani zaregistrovat, a tak se nemohou druhé vlny zúčastnit.

Povolovací řízení se soustředilo do dvou měsíců — září a října 1993. Ačkoliv bylo všeobecně známo již na jaře 1993, že druhá vlna bude, začaly první žádosti docházet až koncem srpna a jejich příliv vrcholil počátkem října.

Pokud jde o záměry a odborné předpoklady žadatelů a současně i členů představenstev a dozorčích rad, jsou vcelku shodné jako v první vlně.

Existující právní úprava státnímu dozoru v podstatě téměř ani nedává možnost odmítnout povolení ke vzniku investiční společnosti nebo investičního fondu. Za této situace nebylo povolení uděleno pouze 10 žadatelům.

Státní dozor musel za dobu své existence zvládnout ohromné kvantum úkolů, které vyplývaly z přijaté právní úpravy. Šlo zejména o prověření všech 264 statutů investičních fondů z první vlny a udělení povolení pro 120 investičních společností, které vznikly za účelem správy investičních a podílových fondů pro první i druhou vlnu kuponové privatizace a již uvedených dalších 70 investičních a 185 podílových fondů. Dále státní dozor udělil povolení ke sloučení 47 investičních fondů z první vlny. V současnosti je téměř dokončeno udělování povolení k veřejnému obchodování s akciemi pro 217 investičních fondů, které zbyly z původních 264 investičních fondů účastnicích se první vlny, včetně schválení upravených statutů, které nahrazují prospekty akcií.

Výchozí podmínky vzniku investičních fondů a společností předurčují do značné míry i jejich další vývoj a chování.

Problematiku investičních společností a fondů považují za důležitou z řady důvodů. Zejména však proto, že je v nich zapojeno několik milionů našich občanů a že reakce těchto občanů na chování některých fondů se začíná dosti výrazně projevovat.

To, jak se investiční společnosti a fondy chovají a budou chovat, nesporně ovlivní vztah veřejnosti a přístup ke kapitálovému trhu, rozhodování občanů i institucionálních investorů při nakládání s peněžními prostředky.

Jaké jsou v současné době nejzávažnější problémy v činnosti investičních společností a fondů, tak jak vyplývají z poznatků státního dozoru, zejména z jeho prověřkové činnosti?

1. Především jde o ohromný počet subjektů a jejich naprostou nečitelnost. Většina z nich je tak malá, že podle mého názoru nemá předpoklady pro dlouhodobou existenci.

2. Investiční společnosti a fondy — až na malé výjimky — zatím nerespektují svou informační povinnost. Nepředkládají Ministerstvu financí své pololetní a roční zprávy o hospodaření a také jsme ani v jednom případě neobdrželi týdenní informaci o počtu prodaných podílových listů a o dalších údajích otevřených podílových fondů.

3. Investiční fondy plnily velmi liknavě svou povinnost vydat po skončení první vlny kuponové privatizace své akcie. Ještě počátkem roku 1994, tedy půl roku po obdržení akcií z Fondu národního majetku, existovalo 32 investičních fondů, které vůbec nezahájily jednání se Střediskem cenných papírů o zaknihování svých akcií, ačkoliv je státní dozor již v polovině prosince 1993 k tomu písemně vyzval. V současné době nevydalo své akcie ještě 28 investičních fondů. Argument, že obchodní rejstříky nejsou schopné zapsat zvýšení základního jmění, je podle mých informací často zneužíván k zakrytí vlastní liknavosti.

Státní dozor a Středisko cenných papírů dostává stovky dopisů, v nichž občané

na tento jev poukazují; odpovídání na tyto dopisy a neustálé upominání fondů nám zbytečně zabírá čas.

4. Reklamní kampaň jak pro první, tak i pro druhou vlnu kuponové privatizace u celé řady investiční společností a fondů nebudu ani dlouze rozvádět; všichni jsme ji zažili, či lépe řečeno; přetrpěli. Značná část veřejnosti ji vnímala jako zavádějící, klamavou, nevkusnou a nedůstojnou. Svědčí o tom řada dopisů a telefonátů na adresu státního dozoru se žádostí o zákaz takové reklamy. Existující legislativa však nedává státnímu dozoru prakticky žádnou možnost reklamu investičních společností a fondů ovlivňovat. Přitom se nenašel ani jeden z řad investičních fondů, který by proti takové reklamě protestoval soudní cestou.

5. Dosti svérázný byl přístup značné části investičních fondů při výpočtu základního jmění z majetku, který získaly v první vlně kuponové privatizace. Tyto fondy nerespektovaly postup doporučený Ministerstvem financí, aby celý získaný majetek převedly do základního jmění a pouze takzvaný nedělitelný zbytek ponechaly v kapitálovém fondu. Výsledkem toho bylo, že v kapitálových fondech zůstalo nezdárka 50 % majetku získaného v první vlně, ale také 70 %, a dokonce v několika případech až 92 %. Zde není prostor proto, abychom tento jev a jeho důsledky hlouběji analyzovali; ostatně důvody pro a proti jsou zasvěceným známy. I když je možné některé důvody, které k tomuto postupu vedly, uznat za racionální, je naprosto nesporné, že toto chování vyvolalo nepříznivý dojem u akcionářů: ti mají zřetelný pocit, že byli ošizeni. Vysvětlování tohoto postupu je pro státní dozor velmi obtížné.

6. Investiční fondy používají majetek získaný kolektivním investováním k jiným účelům, než stanoví zákon o investičních společnostech a fondech, např. k poskytování půjček, k výplatě dividend ap. V této souvislosti je nutné poukázat na rozšířený jev výplat záloh na dividendy. Tento postup je v zásadním rozporu s obchodním zákoníkem. Dividendy a zálohy na ně lze vyplácet pouze na základě rozhodnutí valné hromady a pouze z hospodářského výsledku.

7. Některé investiční společnosti a fondy nerespekтуjí předmět činnosti. Projevují se snahy provádět i další činnosti, které zákon o investičních společnostech a fondech nepředpokládá, jako např. poskytování poradenské činnosti pro podnikatele, zakládání nových společností, obchodování s cennými papíry, vykonávání činnosti realitních kanceláří, pomoc individuálním „dikům“ při objednávání.

8. Dalším problémem je nedostatečné plnění povinností depozitáře. Z celkového počtu cca 30 depozitářů hlásí státnímu dozoru závady zhruba 7 depozitářů, o činnosti ostatních nemáme žádné zprávy; přitom závady jistě jsou. Depozitář je v zákoně pojat jako další kontrolní orgán ve vymezené oblasti. Poplatky za služby depozitáře jsou dosti vysoké a přitom ochrana investorů trpí.

9. Poplatky za správu fondů jsou ve většině případů na úrovni nejvyšší možné částky 2 % z průměrné hodnoty majetku. Samozřejmě mají správci možnost různými transakcemi hodnotu majetku zvyšovat. Navíc jsou ve většině případů do statutů zapracovávány a také hrazeny další platby, např. poplatek za založení fondu, náklady za reklamu, za audit, za svolávání valných hromad. To ve svých důsledcích provoz investičních a podílových fondů zdražuje.

10. Samostatným problémem jsou takzvané přímé obchody s cennými papíry, které se uskutečňují mimo veřejný trh, avšak za ceny vytvořené na tomto veřejném trhu za pomoci nepatrného objemu obchodovaných cenných papírů.

Možnosti řešení a nápravy těchto nedostatků spatřuji v tom, že:

- je nutné upravit současnou legislativu tak, aby tyto praktiky byly zakázány, např. jednoznačně vymezit předmět činnosti, povinnosti depozitáře, obsah správy fondů, řešit střety zájmů, využívání důvěrných informací a upravit etický kodex;
- je nutné zesílit kontrolní činnost státního dozoru. To je naší prvořadou sna-

hou. Je však třeba otevřeně říci, že při současném počtu subjektů, počtu výkonných pracovníků státního dozoru pro oblast kolektivního investování, značně nekázní a nedostatečným právním vědomím nejen představitelů investičních společností a fondů, ale také investorů a celé veřejnosti jsou tyto možnosti značně omezené. Kontrolní činnost bude také málo účinná do té doby, pokud budou pokuty udělované státním dozorem hrazeny z výnosů fondů a nebudou předepisovány k úhradě osobám, které je svou nedobrou činností zavinily;

— zlepšení se neobejde bez osvěty, zvýšení právního vědomí. Státní dozor může dělat jen to, co mu výslovně ukládá zákon. Řada nedostatků je řešitelná pouze v rámci akcionářských práv anebo soudní cestou. Akcionáři investičních fondů mají zřetelnou tendenci obracet se ve všech případech své nespokojenosti na státní dozor: ten jim však mnohdy nemůže pomoci a ve vědomí veřejnosti se pak vytváří mínění, že státní dozor je neúčinný.

Povolováním emise dluhopisů se Ministerstvo financí zabývá již od roku 1990 podle tehdy platných zásad vlády. Od roku 1991 platí zákon č. 530/1990 Sb. V prvních dvou letech (1990, 1991) bylo vydáno několik set emisí v malých objemech, zpravidla několika milionů Kč, převážně zaměstnaneckých dluhopisů. V roce 1992 vydávání dluhopisů v podstatě ustalo a v následujícím roce se poněkud oživilo. Bylo vydáno několik velkých emisí (2,1 mld. Kč ČEZ, 4 mld. Kč ČEZ, 2,5 mld. Kč Komerční banka, 1 mld. Kč Živnobanka). V roce 1994 se začaly vydávat také větší emise komunálních obligací (200 mil. Kč Smržovka, 100 mil. Kč Liberec). Vcelku však lze říci, že vydávání dluhopisů se zdaleka nestalo alternativním zdrojem získávání prostředků pro financování potřeb společností a obcí. Stále dominuje bankovní úvěr. A i velké emise dluhopisů jsou zpravidla kupovány bankami.

Ministerstvo financí začalo v poslední době využívat při posuzování finanční situace emitenta a návratnosti dluhopisů počítačový program. Emitent obdrží od Ministerstva financí disketu, na kterou zapíše, popř. převede ze svého účetnictví — pokud je vedeno na počítači — údaje účetních výkazů v určité agregaci za období předcházející podání žádosti o povolení emise dluhopisu. Dále je na disketu zapsána předpokládaná finanční situace po celou dobu splatnosti dluhopisu ve stejném členění jako skutečnost. Disketa je vrácena Ministerstvu financí, kde jsou pomocí dalšího programu vyhodnoceny jednotlivé finanční ukazatele ve vzájemných souvislostech a vypočítány poměrové ukazatele. Toto vyhodnocení současné a předpokládané finanční situace je pro povolovací místo jedním z kritérií posouzení žádosti. Jisté úskalí spočívá však ve vyvozování závěrů z údajů o finanční situaci pro budoucnost, kterou si naplánuje emitent. Realnost těchto plánů musí Ministerstvo financí posoudit mimo jiné i srovnáním s dosavadními výsledky.

Program se zatím nehodí pro vyhodnocování finanční situace bank a obcí.

Lze konstatovat, že na úseku povolování emise dluhopisů se zatím neprojeví závažné nedostatky. Pracovníci Ministerstva financí projednávají žádost s každým emitentem zpravidla osobně. Tím se zajišťuje dodržení zákonného postupu a současně se odmítnou žádosti, u nichž je nedostatečná záruka návratnosti. Rovněž při prověrkách u emitentů dluhopisů nebyly zjištěny závažnější nedostatky.

Poslední činností, kterou se zabývá oddělení dozoru, je povolování veřejného obchodování s cennými papíry. Za dobu jednoho čtvrt roku, po kterou tuto agendu zajišťujeme, jsme museli zvládnout značné kvantum práce související s první vlnou kuponové privatizace. Znamenalo to přidělit za pomoci Investiční a poštovní banky a také ve spolupráci s Fondem národního majetku identifikační kódy

ISIN všem emisím zhruba tisíce akciových společností privatizovaných v první vlně kuponové privatizace. Všechny tyto společnosti spolu s dalšími, které vydaly cenné papíry před účinností zákona o cenných papírech, tj. před 1. 1. 1993, byly povinny do konce roku 1993 zaslat Ministerstvu financí — a také uveřejnit — prospekt cenného papíru.

Téměř všechny společnosti ponechaly splnění této povinnosti až na poslední chvíli, takže se na MF během prosince nashromáždily stovky těchto prospektů. Poslední kontrola uskutečněná před několika dny ukázala, že ještě 34 společností prospekt nepředalo. Kontrola mohla být provedena pouze u účastníků první vlny kuponové privatizace a u těch společností, které byly v evidenci Investiční a poštovní banky, neboť od ní obdržely podle dříve platných postupů ISIN. O těch společnostech, které vydaly cenné papíry před účinností zákona č. 591/1992 Sb. a jejichž cenné papíry jsou tedy ze zákona veřejně obchodovatelné, ale nemají ISIN, nemáme přehled. Zde však nehrozí nebezpečí škod, neboť bez ISIN nemají tyto cenné papíry přístup na veřejný trh. K 30. 6. 1994 jejich veřejná obchodovatelnost zanikne.

Rovněž oblast veřejně obchodovatelných cenných papírů se stává v důsledku ohromného množství cenných papírů a v důsledku nezkušenosti a neznalosti právní úpravy a nekázně emitentů i dalších účastníků trhu místem možných závad.

Za největší problém je nutné v současné době považovat nedostatek informací o emitentech. Nelze říci, že by existující právní úprava informovanost nezajišťovala; problém je však v praktickém naplňování zákonem stanovených povinností.

Je třeba zdůraznit, že státní dozor vzhledem ke svému početnímu stavu nemůže být místem, kde by byly informace poskytovány. Zákon to ostatně ani nepředpokládá. Státní dozor nebude také místem, které bude pro zájemce zpracovávat analýzy a přehledy, např. o hospodaření emitentů, o výnosnosti jednotlivých cenných papírů apod., a nebude také poskytovat vybraným komerčním společnostem přednostní nebo výlučná práva na informace.

Koncepce informovanosti účastníků finančního trhu spočívá na těchto zásadách:

— státní dozor určil Středisko cenných papírů za místo, kde budou k nahlédnutí a také k zakoupení za v podstatě režijní cenu základní dokumenty a informace, tj. prospekty veřejně obchodovatelných cenných papírů, emisní podmínky dluhopisů, zprávy o hospodaření emitentů veřejně obchodovatelných cenných papírů, informace o skutečnostech, které by mohly mít vliv na vývoj kurzů cenných papírů, statuty investičních a podílových fondů, zprávy o hospodaření investičních společností a investičních a podílových fondů, seznam investičních společností a investičních fondů, seznam obchodníků s cennými papíry, seznam makléřů, přehled tiskáren veřejně obchodovatelných cenných papírů;

— tuto skutečnost Ministerstvo financí vyhlásilo svým sdělením v Obchodním věstníku č. 42 z roku 1993. Zároveň byly tímto sdělením vyzváni všichni, jichž se to týká, k zaslání uvedených dokumentů na adresu Střediska cenných papírů;

— pokud bude mít některá poradenská firma nebo podnikatel ve sféře zprostředkování nebo prodeje informací o tuto oblast podnikání zájem, může informace získané ve Středisku cenných papírů dále zpracovávat a nabízet dalším zájemcům;

— nyní je naléhavým úkolem tuto informační základnu doplnit. Víme, že je zatím neúplná. Doplnění však předpokládá zejména to, že emitenti, investiční společnosti a fondy budou disciplinované a ve stanovených termínech předávat požadované informace v takové podobě, aby se s nimi mohlo dále pracovat. Každý si musí uvědomit, že i on sám informace o druhých potřebuje, a každý musí svým

dilem k získání těchto informací přispět. Je třeba otevřeně říci, že bez disciplinovanosti jednotlivých účastníků nebude mít státní dozor dost sil k tomu, aby neustále vyhledával, upomínal a pokutoval viníky;

— ke zkvalitnění informačního systému by nesporně přispělo určité sjednocení předkládání dokumentů, tj. prospektů, zpráv o hospodaření; to by umožnilo jejich další snadné zpracování pomocí výpočetní techniky.

Akciovým společností, které se účastní druhé vlny kuponové privatizace, musí státní dozor v nejbližší době udělit povolení k veřejnému obchodování včetně přidělení ISIN. Bezprostředně po tomto povolení budou akciové společnosti povinny uveřejnit prospekty akcií. Pro tuto akci připravujeme jednotnou podobu prospektu, kterou chceme dát k dispozici veřejnosti — v nejbližší době ji publikovat. Předpokládáme, že bude možné i zakoupení diskety s formulářem tohoto prospektu.

Další náročná akce čeká státní dozor při povolování veřejného obchodování s akciemi investičních fondů, popř. podílovými listy, které budou vydány na majetek získaný ve druhé vlně kuponové privatizace.

## SUMMARY

### **Tasks of the Capital Markets Supervision Department in the Ministry of Finance**

Marie JEŽKOVÁ, leading of the Capital Markets Supervision Department in the Ministry of Finance

This paper was delivered at the seminar "Capital Markets in the Czech Republic" held at the Third International Financial, Investment, and Bank Trade Fair in Brno.

This paper focuses on current issues from the perspective of the Ministry of Finance. Issues discussed include the current problems of investment companies and funds, the difficulties in licensing bond issues, and information about publicly traded securities.

According to the Ministry of Finance, the predominate problems of investment companies are rooted in the increase in founding capital following the first wave of coupon privatization, in their poor discipline in providing the necessary information, and in their current level of expenditures.

The computer procedure is reviewed by which the Ministry of Finance evaluates the financial situation when a bond issue is to be approved.

Finally, the most important task related to publicly traded securities is to ensure that sufficient information is made available about the issue and issuers.