

VZNIKNE V ČESKÉ REPUBLICE FUNGUJÍCÍ KAPITÁLOVÝ TRH?

Záznam z diskusního fóra

Liberální institut
9. prosince 1997



CENTRUM
LIBERÁLNÍCH
STUDIÍ



VZNIKNE V ČESKÉ REPUBLICE FUNGUJÍCÍ KAPITÁLOVÝ TRH?

Záznam z diskusního fóra

Liberální institut
9. prosince 1997

LIBERÁLNÍ INSTITUT
a
CENTRUM LIBERÁLNÍCH STUDIÍ
děkují
NADACI FRIEDRICH NAUMANN
a společností
GIGA, s. r. o.,
systemový integrátor značkové výpočetní techniky
COCA-COLA AMATIL, s. r. o.,
BENEŠOVSKÝ PIVOVAR, a. s.,
RESTAURANT MELODIE
Spálená 58
za spolupráci při pořádání diskusních fór

Ján Pavlík (ed.)

Vznikne v České republice fungující kapitálový trh?

Záznam z diskusního fóra pořádaného Liberálním institutem 9. prosince 1997
Praha 1998

Vydal Liberální institut a Centrum liberálních studií
ve spolupráci s CASUS DM, spol. s r. o.

Liberální institut
Spálená 51, 110 00 Praha 1

Centrum liberálních studií
Chorvátská 7, 100 00 Praha 10

CASUS DM, s. r. o.
Bělocerkevská 24, 100 00 Praha 10

Počet výtisků 500
Copyright © 1998, Liberální institut, Centrum liberálních studií, CASUS DM

ISBN: 80-902270-0-7

Liberální institut
Centrum liberálních studií
CASUS DM

Praha 1998

Ing. Miroslav Ševčík, CSc.

Dámy a pánové, vítám vás na dnešním semináři, který se shodou okolností koná osm let po ustanovení první polistopadové vlády. Koná se v den, kdy jsme vyslechli „zásadní“ projev, řekl bych, se silně levicovou rétorikou pana prezidenta, na kterou reagoval před několika okamžiky pan premiér Klaus, který tento projev zcela správně odsoudil.

My se budeme bavit o záležitostech, které se týkají kapitálového trhu, instituce, která je pro fungování tržní ekonomiky nezbytností. Dovoďte mi, abych přivítal na dnešní diskusi ředitele SCP pana Ing. Jiřího Sedláčka, dále vítám pana Ing. Lubomíra Štíchu, ředitele RM-Systému, pana JUDr. Dušana Třísku, ředitele projektu KDPČP. Dnešní diskusi vás budeme provázet s mým kolegou panem Ing. Jiřím Schwarzem. Chtěl bych poděkovat Nadaci Friedricha Naumanna a společností GIGA, s.r.o. – systémový integrátor značkové výpočetní techniky, Coca-Cola Amatil, Benešovskému pivovaru a restaurantu Melodie, kteří se podíleli na spolupráci při pořádání diskusních fór. Chtěl bych poděkovat i Centru liberálních studií, které participuje na pořádání našich fór. Předávám slovo panu kolegovi Schwarzovi, který přednese svůj úvodní referát.

Ing. Jiří Schwarz, CSc.

V poslední době se nám daří strefovat se do velmi aktuálních témat. Minule jsme tady měli diskusi na téma „Quo vadis ODS“? Nepozvali jsme ministra zahraničí Josefa Zientce a den poté zcela překvapivě pan ministr abdikoval. Dnes jsme pozvali ministra financí, ale ten se omluvil. Kapitálový trh se jeví být vysoce aktuální politickou otázkou. Existuje pro to jeden zcela jednoznačný důkaz. Když se ministrem financí stal Ivan Pilip, tak jeho ochota a jeho důraz na řešení problémů kapitálového trhu mu jako jedinému politikovi v posledním období zvýšily preference, a to dost podstatně. Patrně na základě tohoto vzestupu preferencí mu vzrostlo značně sebevědomí, a proto se možná uchýlil k překvapivému politickému činu, jenž bude mít důsledky nejen pro jeho stranu ODS.

Kapitálový trh je skutečně velmi horkým tématem v České republice, přestože se domnívám, že možná nezaslouženě. Existují tady vážnější ekonomická témata. Hledejme odpověď na otázku, proč je kapitálový trh tak významným tématem v České republice. Asi první odpovědí bude, že u nás proběhla kupónová privatizace a jejím výsledkem je vysoký počet akcionářů. Daleko vyšší počet akcionářů, než je ve standardních ekonomikách, kde se počet akcionářů pohybuje mezi 5-20 % dospělého obyvatelstva. Druhou odpovědí jsou nenaplněná očekávání. Nenaplněná očekávání vysokého počtu účastníků kupónové privatizace, kdy drobní kupónoví akcionáři byli příliš optimističtí ohledně ceny jimi vlastněných akcií a nyní se cítí z různých důvodů zklamání, podvedení a nedokážou si sami odpovědět, proč vlastně nebyli tak úspěšní, jak očekávali.

Téma naší diskuse zní: „Vznikne v České republice fungující kapitálový trh?“ V odpovědi na tuto otázku jsem značně skeptický. Mám pro to následující důvody. Prvním je, že kupónová privatizace, která se zdá být hlavní determinantou kapitálového trhu, není podle mého názoru ve svém výsledku kompatibilní s kapitálovým trhem. Dovolím si tvrdit, že kupónová privatizace je dokonce proces nepřátelský vzniku kapitálového trhu. Při tomto dosti silném tvrzení vycházím z úvahy, že kupónová privatizace, tak jak byla zkonstruována, představuje mix procesů záměrných, plánovaných, cílevědomých,

s procesy spontánními. Jedná se o mix záměru a spontaneity. To ovšem neplatí pro kapitálový trh. Kapitálový trh vznikal naprosto spontánně z potřeby akciových společností získat dodatečný kapitál pro svůj rozvoj, peníze pro investice. Důvodů, proč je kupónová privatizace procesem nepřátelským vzniku kapitálového trhu v našich podmínkách, existuje několik. Nevím, zdali vůbec kapitálový trh u nás můžeme nazývat kapitálovým trhem. Je to pouze trh s cennými papíry, protože primární trh představuje naprosto nepodstatnou část tohoto trhu. Prvním je, že na kapitálovém trhu je vysoký počet emitentů, jejichž velikost je velmi malá. Je tak malá, že investice jakýchkoli investorů do těchto společností se jeví jako vysoce rizikové. Druhým významným faktorem, který neumožňuje rozvoj primárního trhu, je struktura vlastnictví. Struktura vlastnictví je důsledkem kupónové privatizace – a bezprostředně po ní byla příliš rozptýlená, proto logicky následoval proces koncentrace. V případě akciových společností, které by potenciálně mohly být atraktivní pro investory, je struktura vlastnictví poznamenána vysokým státním podílem. Tento vysoký státní podíl představuje velkou nejistotu pro zahraniční investory z důvodu, že investoři si nejsou jisti, kdo bude v budoucnu jejich partnerem. Třetím důvodem je nedostatek dobrých podnikatelských záměrů. Dobré podnikatelské záměry nejen lákají, ale i nutí firmu přicházet na kapitálový trh a hledat volné investiční zdroje. Firmy u nás obecně těmito dobrými podnikatelskými záměry neoplývají. Důkazem jsou nově vzniklé soukromé společnosti, které jen zřídka kdy přicházejí na kapitálový trh, aby si opatřily volný kapitál. I přes velmi strastiplnou cestu preferují bankovní úvěr.

Nejpodstatnějším faktorem je problém vynutitelnosti práva. O vynutitelnosti práva, vynutitelnosti zákonů už bylo řečeno mnohé. Kolem tohoto problému se točí i valná část diskuse ohledně pravomoci Komise pro cenné papíry. Já se obávám, že tzv. nezávislost soudnictví, která je u nás deklarována, není kompatibilní s fungujícím občanským soudním zákonem. Občanský soudní zákon nevytváří dostatečná pravidla vedoucí k vynucení ostatních zákonů prostřednictvím činnosti soudů. Ve skutečnosti deklarovaná nezávislost soudnictví vede k závislosti soudnictví a soudů na účastnících řízení, což považuji za zcela zvrácený stav. Z toho důvodu soudnictví není schopno v současnosti efektivně postihnout případy, v jejichž rámci došlo k rychlým majetkovým změnám, není schopno reagovat na nové produkty na trhu s cennými papíry, na transfery mezi jednotlivými účastníky tohoto trhu, atd. Soudnictví u nás zaostává za rozvojem trhů a stává se jejich významnou brzdou.

Komise pro cenné papíry vnese na náš trh s cennými papíry určitě nové prvky. Nicméně neočekávám, že právě vznik Komise pro cenné papíry zlepší podstatně stav našeho trhu. Tento můj názor není vůbec originální, odvolávám se na studii George Stiglera, který analyzoval činnost Security Exchange Commission v USA a dospěl k závěru, že Security Exchange Commission neměla významný vliv na kvalitu a cenu cenných papírů obchodovaných na americkém trhu poté, co vznikla. Komisi pro cenné papíry opět doprovázejí příliš optimistická očekávání a obávám se, že její činnost bude znamenat další zklamání především pro drobné akcionáře. Mám pro to několik argumentů. Jedním je, že Česká republika nedisponuje dostatečným trhem úspor. Úspory, které jsou v této zemi generovány, mají klesající trend a nebudou schopny v budoucnu saturovat požadavky akciových společností po investičních zdrojích. Akciové společnosti se proto budou muset při získávání svých investičních prostředků obracet na zahraniční investory. Z tohoto hlediska se externí zdroje jeví být adekvátními pro budoucí roz-

voj akciových společností. Obávám se, že vzhledem k volatilitě koruny zahraniční kapitál nebude proudit do naší země stejnou intenzitou jako u systému pevného měnového kurzu. Proto domácí akciové společnosti, které se budou ucházet o volné finanční zdroje, budou muset putovat na zahraniční trhy. Celý tento proces bude dále komplikován zaváděním jednotné evropské měny. Po jejím zavedení budou mít šanci získat volné investiční prostředky na zahraničních trzích pouze firmy, které budou mít cenné papíry denominované v euro. Shrnuji: aby mohl vzniknout kapitálový trh v České republice, reálný kapitálový trh, je nutno splnit nejdůležitější požadavky, k nimž patří existence dostatečného trhu úspor a prosazení vynutitelnosti práva. Právě ta se jeví být velmi problematickou. Neztotožňuji se s tvrzením Tomáše Ježka, že současný stav je výsledkem tvrdošíjného aktivního odporu klíčových politických figur. Domnívám se, že je to problém systémové změny našeho právního řádu.

Ing. Miroslav Ševčík, CSc.

Já bych plynule navázal na svého kolegu. Na otázku, zda vznikne v ČR fungující kapitálový trh, je má odpověď spíše pesimistická. Kapitálový trh se ve standardních ekonomikách vyznačuje především relativně vysokou mírou primárních emisí cenných papírů. Dalším znakem standardního kapitálového trhu je to, že jednotlivé subjekty a firmy získávají na tomto trhu dočasně volné zdroje pro svůj další rozvoj. Charakteristickým rysem je i to, že vlastníci cenných papírů, ať už akcií, podílových listů či dluhopisů, získávají svůj užitek nejenom z pohybu ceny těchto cenných papírů, ale i z podílů na hospodářském výsledku jednotlivých emitentů, čili dividendy.

Jen pro úplnost uvádím informaci získanou z Burzovních novin. Na hlavním trhu ze 45 emisí vyplácelo v roce 1997 dividendu pouze 20 emitentů, což je 44 %, na vedlejším trhu je to pouze 17 emitentů, což činí 29 % z celkového počtu emisí umístěných na vedlejším trhu (58) a na volném trhu jich pouze 11 je uvedeno, že vyplácí dividendy, což je pouhých 6 % emitentů umístěných na volném trhu (183).

Z této charakteristiky, byť zjednodušené, je zřejmé, že v současné době se nedá hovořit o tom, že v ČR existuje kapitálový trh. Můžeme hovořit pouze o trhu s akciemi, případně dluhopisy, který vznikl převážně na základě kupónové metody privatizace. Mé tvrzení by mohlo být podpořeno jistě sérií dalších faktů. Například v posledních letech došlo k velmi nízkému počtu primárních emisí a některé z nich byly jen velmi složitě umisťovány. V současné době odhaduji, že zájem o primární emise mezi investory, ať zahraničními či domácími, by byl zhruba maximálně u 10 českých emitentů. A to jsem asi příliš optimistický. Ani výhled do budoucna nenavádí k tomu, že by mohlo dojít k zásadnímu obratu v této oblasti.

V posledních dvou letech došlo mnohdy, dle mého názoru zbytečně, k seabemrskáckým projevům o neprůhlednosti kapitálového trhu. Nejednalo se o neprůhlednosti, ale spíše o nepořádky na kapitálovém trhu. Prosím, abychom rozlišovali sémantický obsah těchto slov. Tyto nepořádky byly povětšinou trestnými činy, které se mohou stát i na kapitálových trzích vyspělých tržních ekonomik. Jako s takovými s nimi mělo být i nakládáno. To je případ třeba CS fondů, fondu Trend a některých fondů, které vůbec neemitovaly akcie. Téměř ve všech případech již i stávající mechanismy a stávající legislativa mohly zbránit škodám, ke kterým došlo především u drobných akcionářů či podílníků.

Možná by nebylo bez zajímavosti podívat se i na okolnosti prodeje správcovských firem, třeba v případě Trendu. V posledních týdnech proběhly diskuse kolem nové legislativy, která by upravovala situaci na tzv. kapitálovém trhu. Byly připraveny novelizace zákonů o investičních společnostech a investičních fondech. Sněmovnou byl již schválen zákon o Komisi pro cenné papíry. Přestože zákon o Komisi pro cenné papíry byl v poslanecké sněmovně ve prospěch věcí ještě kultivován, byl shledán senátem natolik špatným, že ten jej podle mých informací neschválil. Troufám si tvrdit, že původní návrh byl typickým zákonem, který bych mohl označit zákonem o stanném právu na kapitálových trzích. Jeho přijetí mohlo paradoxně působit na ještě větší utlumení činnosti na současném trhu s akciemi.

V současné době bude procházet projednáváním novela zákona o investičních společnostech a fondech. Zde spatřuji opět několik závažných gordických uzlů. Naprosto souhlasím s tezí, že by mělo dojít **za určitých okolností** k otevření fondů. Otázkou ovšem je, **v jakém časovém horizontu a při jaké výši diskontu**. Pro současnou situaci na našem trhu považuji za nejnižší možný časový horizont pro otevření fondů dva roky. Vzhledem k tomu, že nevíme, kdy zákon bude přijat, vázal bych to nejdříve k datu 30. 6. 2000. V případě kratšího období by se dalo říci s určitou nadsázkou, že může nastat záměna „relativního zbídačování drobných akcionářů za absolutní zbídačování akcionářů“. Myslím si, že na této sešlosti není třeba uvádět všechny důvody, proč by k tomu došlo.

Dalším gordickým uzlem bude snížení maximálního majetkového podílu v jedné společnosti na 11 %. Mrzí mě, že tvůrci novelizace zákona neberou v úvahu situaci, za jaké náš akciový trh vznikl, že je důsledkem kupónové privatizace.

S největší pravděpodobností bylo chybou, že po určité přechodné období nebyl stanoven odlišný režim pro investiční fondy, podílové fondy a investiční společnosti, které participovaly na kupónové metodě privatizace, a pro nově vzniklé investiční fondy a podílové fondy, které se kupónové privatizace nezúčastnily. Myslím si, že toto lze napravit tím, že legislativa vezme v úvahu možnost vzniku tzv. manažerských fondů, které by za určitých okolností nemusely být omezovány stanovením maximálního majetkového podílu v jedné společnosti, případně by tento podíl mohl dosahovat alespoň blokační minority. Příliš rigidní stanovení maximální velikosti podílů v jednotlivé firmě může opět vést k případnému poškození drobných akcionářů, protože fondy se budou muset rychle zbavovat relativně velkých balíků akcií. Ze zkušenosti víme, že nalezení strategického partnera trvá mnohdy více než 1 rok. Zákon nutící fondy k rychlému snižování svých podílů v jednotlivých firmách může vyhovovat některým skupinám pohybujícím se na našem trhu s akciemi, například obchodníkům s cennými papíry, kteří sní o bájných ziscích z další vlny přerozdělovacích procesů.

Ochrana akcionářů a podílníků fondů by se měla dít především kontrolou dodržování statutu fondů, ve kterých by byl potenciální investor detailně seznámen s investiční strategií jednotlivých subjektů, a tím by si mohl dobrovolně a svobodně vybrat mezi různou mírou rizika.

Ing. Jiří Sedláček

Bylo toho řečeno už dost. Samozřejmě dnes už po zkušenostech všichni víme, že kupónová privatizace neměla za cíl vznik funkčního kapitálového trhu. Podle mého pohledu je to vidět především na motivaci investorů, které tu máme, a motivaci emiten-

tů, protože ti se liší od standardní situace. Je to proto, že málokterý z našich miliónů investorů dospěl k rozhodnutí, že bude vlastnit cenné papíry na základě toho, že by měl volné prostředky a že by zvažoval, zda je má dát do banky, nebo koupit nemovitost, nebo starožitnosti, anebo cenné papíry. Podobně je to s emitenty, protože ti v drtivé většině do toho šli administrativním procesem, kdy jim bylo prostě řečeno, nařízeno, co a jak mají udělat, a velice malý podíl do toho šel s cílem získat volné prostředky, investovat je a za ten příslib tedy mít podíl na zisku. Podle mne je zde tedy otázka, co se s touto motivací děje, zda se situace nějak mění, zda se lepší. Já se domnívám, že ano. Z pohledu Střediska cenných papírů o tom vypovídají suché statistické údaje: po druhé vlně kupónové privatizace jsme evidovali sedm a půl miliónu plných účtů, což je 75% populace; to je obrovský podíl, naprosto nesmyslné číslo. Pro tuto chvíli poslední údaje, které mám ze 7. prosince, hovoří o tom, že ve Středisku cenných papírů je evidováno něco kolem 4.110.000 plných účtů, čili je to pokles z 75% na 41%. To znamená, že se za celou dobu vyprázdnilo 3,5 miliónu účtů. 3,5 miliónu DIKů dospělo k závěru, že nejsou schopni se o tento majetek starat, že nevědí, co vlastně mají, jak se o to mají starat, jak o to mají pečovat, tak se toho zbavili. Pokládám to za přirozený, normální a žádoucí trend. Během tohoto roku to dál pokračovalo: 610.000 účtů se vyprázdnilo během tohoto roku od ledna do začátku prosince. Domnívám se, že tento trend bude pokračovat. Je to tak v pořádku, protože tento typ majetku – cenné papíry – není pro každého. Podobně jako když si myslím, že bych mohl investovat do nemovitosti, musím se o ni umět postarat. Nemohu čekat, že nemovitost nechám 5 let a že tam přijdu a perfektně ji zpeněžím s velkým ziskem. Budou děravé okapy, poteče do střechy, bude padat omítka. Podobně je to s cennými papíry. Každý majitel cenných papírů musí čas od času něco prodat, něco koupit, a musí vědět proč. Buď to musí dělat sám, nebo to musí někomu svěřit do péče. Předpokládám, že v tom konečném stadiu budeme poněkud nad světovým standardem, tradičně historicky co Čech, to akcionář. Myslím si, že se to procento postupně během dvou tří let přiblíží někde na hladinu 10-15% populace. Podobně si myslím, že vlastně lze sledovat pozitivní jevy v oblasti emisí, kde burza konečně přistoupila k tomu, že to začíná čistit, a dospěje to k tomu, že na burze bude jenom to, co tam patří. Podle mého odhadu titulů, u nichž má smysl, aby byly veřejně obchodovány, je několik málo desítek, ne však stovky nebo tisíce, jak tomu bylo, a opravdu likvidních bude spíše něco kolem desítky. Myslím si, že procesy prostě běží, fungují, určité společnosti odcházejí z veřejného trhu, někdo je skoupí, stane se to rodinnou firmou, změní prostě svoji formu existence. Domnívám se, že je to tak v pořádku, protože i u sebelepšího podniku, není-li dostatečně veliký, jeho akcie nemá šanci, aby se u ní ustavila rovnováha mezi nabídkou a poptávkou, aby to mohlo být veřejně obchodováno. Takže můj pohled je asi podobný a myslím si, že existuje určitá šance, že tady běží procesy, kterým je třeba otevřít dveře, nebránit jim, chápat je jako přirozené, nechat je běžet. Pak snad tedy můžeme dospět do stádia, kdy trh bude více standardní, protože bude standardní motivace investorů, standardní motivace emitentů ve stále větším podílu.

Musím se přiznat, že když se cokoli na našem kapitálovém trhu podniká, dostanu občas kopřivku, protože to bývají takové typické hurá akce. Přijde geniální nápad, protože tak to mají v Americe, ve Francii, Británii, opíše se řešení, a teď se čeká, že to, co funguje jinde, třeba v subtropích, bude růst a prospívat, i když to přesadíme do Polabí. Jistěže je potřeba učit se v zahraničí, ale je třeba pochopit mechanismus, ať už ten či onen, proč to tam funguje, čím je to dáno, je třeba zvážit, jestli v našich podmínkách

to lze aplikovat takto přímo, nebo jenom něco z toho modifikovat; je prostě třeba to aplikovat uvážlivě, po pochopení celé věci, protože takové akce, kdy prostě vyhlásíme, že uděláme novelu toho či onoho zákona nebo zdrazíme převody na přepážkách SCP, a ono to prý pomůže tomu, že se to přelije do kurzotvorného segmentu trhu – když to není náležitě podloženo, tak pak se to projeví jako plácnutí do vody. Konkrétně převody na přepážkách znamenaly, že se jenom jisté obchody typu OPC přesunuly z přepážek SCP do OPC, které registrují organizované trhy, ale nepřesunulo se to do žádoucího kurzotvorného segmentu. Pak se tím nadělá víc škody než užitku, protože de facto to znamenalo jenom zvýšení transakčních nákladů pro účastníky kapitálového trhu. Takže podle mne opisovat nemá smysl, je vždy zapotřebí pochopit, proč takový mechanismus funguje tam či onde, a snažit se vytvořit obdobné podmínky a aplikovat jej jaksi uvážlivě a vědomě.

Hovořilo se o potřebě vynucovat zákony. To je jistě potřeba – nic nekalého, trestného nesmí zůstat nepotrestáno, ale domnívám se, že to nestačí. Na veksláky byly za minulého režimu také pořádány hony, ale protože se jim to bohatě vyplácelo, tak se o to pokoušeli stále. Podle mého názoru jistě vynucování zákonů, takový ten bič, to všechno je pouze jedna stránka věci. U řady problémů – máme nový pojem tunelování – jde vlastně o to, že tam chybí zpětná vazba, která by zajišťovala paralelnost zájmů mezi zájmem správce svěřeného jmění a mezi zájmem skutečného majitele, podílníka, klienta, akcionáře. Asi v řadě případů nebylo možné, aby se tyto vazby vyvinuly – vzhledem k tomu, že cosi vzniklo velkým třeskem, že to tu najednou bylo, tak asi nebyly určité porce zváženy. Samozřejmě po bitvě je každý generál. Rád bych na to položil důraz, že vedle toho postihování a vynucování je především potřeba cosi pěstovat. Něco, co tady doposud chybělo, co doposud chybí. To znamená obchodní etiku, obchodní morálku. Proto velmi fandím a držím palce jakémukoliv projevu samoregulace, která se tady začíná nesměle šířit. Velmi podporuji práci SCP a inspekce burzy, protože si sdělujeme navzájem poznatky o tom, kde jsou jaké problémy s jakou firmou. Nakonec se ukazuje, že ten, kdo má problémy v korektnosti svého chování na burze, má problémy s vedením dokumentace, tak jak ji má podle smlouvy se střediskem věst; zjistí se, že neplatí daně finančnímu úřadu a šidí své klienty. Myslím, že je třeba takovoto samoregulační aktivity orgánů včetně úřadu pro cenné papíry a samozřejmě včetně připravované komise podporovat, je třeba také trestat, ale především též pěstovat něco nového, nové vztahy, zvyklosti, protože bez nich bychom k ničemu nedošli.

Ing. Lubomír Štícha

Zřejmě jsem zde zatím jediným optimistou. Je samozřejmé, že problémy na trhu tak, jak se tu o nich hovoří, existují, avšak myslím si, že se v průběhu minulých diskusí, které trvají 2, 3, 4 roky, se docela zaměřovaly příčiny nepořádků. Už tady bylo řečeno o zaměňování pojmu neprůhlednosti s nepořádky. Já bych chtěl podtrhnout to, co už tady říkal pan prezident Schwarz. Celý proces tvorby zákona o komisi, celý proces vzniku komise podle mého hlubokého přesvědčení velice poškodí kapitálový trh, a to právě proto, že všechny nepořádky byly schovávány pod slovo neprůhlednost a jako jediný lék se uváděla regulace kapitálového trhu. (V žádném případě ovšem neříkám, že nechci komisi jako standardní fungující orgán.)

Já chci vědět, co se po založení komise stane. Celý národ čeká s napětím, co se stane. Zdá se mi ovšem, že se nestane nic. Je tam mimochodem ještě další háček. Ko-

mise, která má být nezávislá, ještě není založena. Přesto už se v televizi ozývají dosti často závěry, co komise zařídí. Já jsem několikrát slyšel, že se sníží počet obchodníků na 10% nebo 90%, a říkají to prostě tvůrce zákona atd.

K podmínkám, o kterých jsem mluvil, tedy k podmínkám mého optimismu. Za prvé, souhlasím s vámi, s tím co bylo řečeno o soudech a policii. My máme dosti velké zkušenosti s tím, jakým způsobem se celá tato záležitost řeší, a je to upřímně řečeno naprostá katastrofa. Nejde jen o to, že ani policie, ani soudy to neumí, protože prostě nemají odborníky. Bohužel, my dost často cítíme nechuť vůbec se seznámit s problémy kapitálového trhu, vůbec se seznámit se základními poučkami a se základními věcmi, které existují – a to se bohužel promítá do délky soudních procesů, které probíhají atd. Je to prostě proto, že o tom rozhodují soudci, kteří o tom nemají nejmenší ponětí. Za druhé, spolupráce se zahraničím. Dnes je situace taková, že jakýkoli námět ke spolupráci se zahraničím je vykládán jako poškozování českého trhu, drobení českého trhu atd. Není to tak a nesmí to tak být. Přejde doba, kdy spolupráce bude normální a jinak to nepůjde. Za třetí bych řekl, že je třeba, alespoň z našeho pohledu, hledat nové oblasti, ve kterých by působil trh.

Teď bych chtěl říci, že mluvím samozřejmě za RM-systém; v analýze, která prošla novinami, jsem se dočetl, trochu jinými slovy možná, že RM-systém se přežije... Já si myslím, že to tak není. Pokud bychom pokládali RMS za výsledek kupónové privatizace, tak pochopitelně by to tak bylo, ale RMS není výsledek kupónové privatizace. To je prostě regulérně založený trh, který disponuje, což podtrhuji, zcela samozřejmě nerosvratelně dokonalejším technickým zázemím než druhý trh, který (...), ale hlavně nestojí na malých akcionářích. My sice umožňujeme malým akcionářům, aby využili našich služeb, ale samozřejmě máme 400 zvláštních zákazníků a prakticky všichni aktivní členové burzy obchodují i u nás. Ale to jen tak úvodem.

Já bych se chtěl přece jen krátce zmínit o záležitosti, kterou jsem zahrnul do nových oblastí trhu. My se vlastně chceme pustit, stejně jako burza, do derivátů. Zvolili jsme naprosto jiný přístup než burza. Domnívám se, že v té situaci, ve které jsou kapitálový trh a RM-systém, je to řešení dobré. Prostě spolupráce se zahraniční burzou – v tomto našem konkrétním případě je to rakouská opční a termínová burza. Chtěli bychom pro ně dělat technické služby, tzn. na základě našich technických možností sbírat objednávky na index CTX, který začala tato burza obchodovat. Mimochodem už byl druhý v pořadí a teď už vlastně se obchodují tři. Je to HTX – maďarský index, CTX – český index, PTX – polský index. Připravuji obchodování s ruským indexem a navíc s takovým rodinným středoevropským indexem. Jak vidíme, určité možnosti tady jsou a také počty kontraktů, které se uzavírají na rakouské opční a termínované burze, nejsou malé a objemy jsou skutečně povzbuzující. My si myslíme, že zájem o tuto službu bude. Jenom pro upřesnění: My bychom chtěli poskytovat zatím pouze technické služby, službu organizátora trhu by vykonávala (...) burza a služby brokerské a vypořádací by poskytoval některý z těch (...), což jsou (...) členové vídeňské burzy. Myslím si, že profitování z celé akce má několik stránek – samozřejmě, že čekáme, že bychom mohli získat určitý profit na poplatcích, které se budou platit, ale skutečně jako hlavní vidíme to, že bychom se dostali ke know-how, ke kterému bychom se normálně nedostali.

Dále bychom chtěli umožnit našim obchodníkům obchodovat na další indexy, o kterých jsem už mluvil, ale myslíme si, že je tady prostor – a nejenom prostor, ale významná

nutnost zavést další segmenty trhu, a to je obchodování s finančními (měnovými) deriváty a na úrokové míry. Bohužel, situace dnes není příliš povzbudivá. Otázka, co je měna a co je úroková míra, zůstává z hlediska dnešní legislativy nezodpovězena, ačkoliv o tom diskutujeme s ministerstvem financí velice dlouho. Nejsou to ani cenné papíry, ani komodity, není to specifikovaná veličina, a proto tady záměry jsou zatím zřejmě odsouzeny k nezdaru. Alespoň náš záměr odsouzen k nezdaru byl. Pokud jde o záměr, o kterém jsem mluvil ve spolupráci s vídeňskou nebo s rakouskou burzou, tak současný stav je následující: Podali jsme žádost o změnu tržního řádu, která byla doručena na ministerstvo financí 17. září. Podle zákona – je to §52 odst.2 – má ministerstvo rozhodnout do 60 dnů, resp. pokud nerozhodne, tak nabývají změny účinnosti tímto dnem. My pokládáme naši žádost za vyřízenou takovýmto způsobem, nicméně vedou se ještě další jednání s ministerstvem o určité úpravě textů, o našem tržním řádu atd. Výhled je, že bychom měli začít někdy na přelomu března a dubna, a věřím, že technický projekt, který je zpracováván a programově řešen, bude v té době (...)

Ing. Miroslav Ševčík, CSC.

Já děkuji za optimistický pohled na náš trh s akciami a na nové produkty od pana Ing. Štíchy a poprosím, mohu-li to tak říci, otce kupónové privatizace pana dr. Třísku. Nebo se k otcovství už nehlásí?

JUDr. Ing. Dušan Tříška

Ke kupónové privatizaci se budu vždy hlásit velice hrdě. Ohledně dnešního semináře jsem přemýšlel, co bych tak řekl netriviálního, co ještě nebylo tisíckrát vysloveno. Výsledkem jsou následující tři body, které snad nejsou úplně evidentní, které by snad mohly být jistým intelektuálním přínosem: První se týká tzv. tunelování, druhý se týká obecného smyslu tzv. kapitálového trhu u nás a třetí bod se soustřeďuje na nové formy kolektivního investování, zejména pak na otevřené podílové fondy.

K tunelování: Snad nebude zcela banální připomenout, že jde o velice obecnou a všudypřítomnou charakteristiku finančního typu podnikání. Čísla, která jsou získávána u nás, jsou jistě děsivá a je třeba se nad nimi pozastavit. Ale podívejme se, jak je tomu jinde. Nejde přitom jen o to, že „privatizační ztráty“ jsou v Maďarsku a Polsku odhadovány řádově vyšší než v Čechách. Snad ještě zajímavější je případ *Crédit Lyonnais*, která má za sebou již druhou tunelovací vlnu – poté, co byla v osmdesátých letech zachráněna francouzskou vládou, vytvořila v letech devadesátých novou ztrátu ve výši zhruba 40 mld USD – polovinu z toho přitom tvoří úvěrové podvody – neboli tunelování. Ve stejném období vytvořil švédský bankovní sektor ztrátu ve výši 9 mld USD a ztráty Japonska se v tomto oboru odhadují ve stovkách mld USD.

K podstatě kapitálového trhu – v tom úzkém slova smyslu, který nám správně připomíná pan Ševčík: Zde se často zapomíná na to, že všude na světě (včetně USA) je dominujícím zdrojem financování podnikání tzv. zadržovaný zisk. Firmy zásadně financují samy sebe z toho, co vydělaly. Zbytek je pak financován především z bankovních či dokonce neformálních úvěrů. Zdůrazňuji, že je tomu tak všude na světě, tedy i v USA. Na volném kapitálovém trhu jsou tedy hledány zdroje pro nepatrný zbytek financí. Čísla z USA dokonce ukazují, že pokud se tyto kapitálové zdroje očistí, zjišťujeme, že v Americe – mám tady čísla z roku 1994 – se na volném kapitálovém trhu financuje minus 9% a v Anglii minus 10%. To říká oficiální statistická data. Z tohoto hlediska je

kapitálový trh – jako místo, kde se hledá volný kapitál – všeobecně demonizován a dramaticky přeceňován. Proč má kapitálový trh všude na světě tak mimořádné politické dopady, se zde již zeptal kolega Schwarz, a i já zde vyzývám k seriózní diskusi.

Ke kolektivnímu investování: Pohledme na to, co se nyní děje na finančních trzích Dálného východu – od Thajska, přes Hong-Kong až k japonským bankám. Příčin je jistě více, jednou z nich je však vývoj finančních služeb v důsledku deregulací, globalizací a neověřitelně razantního nástupu informačních technologií. Povahu podílových fondů zásadně změnila deregulace penzijního připojištění v USA. Tento proces je zcela nový – začal před deseti lety a v mimořádné síle se projevuje teprve posledních pět let. Tzv. *hedge fondy* jsou především nekonečně větší a pružnější než byl kdokoliv dříve. Během jednoho dne se tak mobilizují trilióny dolarů připravené vstoupit kamkoli a – bohužel – se stejnou razancí i odtud odejít. Tato pružnost je jistě podmíněna tím, že podílový fond je mimořádně „demokratický“ co do svého rozhodování. Tam se totiž hlasuje nohama – tím, že podílníci vracejí podílové listy, někdy třeba i v panice. Tento pohyb – někdy i chaotický – dává přímé signály správcům zejména ohledně exitu z původních investičních příležitostí. Zde již nemáme co činit s byrokratickým zasedáním správních rad a dohadováním se s odpovídajícími dozorčími orgány. Rozhoduje se rychle a reakce na nové situace často připomínají stádo, tak dobře popsané v ekonomické teorii pod označením *bandwagon*. Někdy se tak z jistých teritorií odchází až příliš rychle, někdy na to dokonce začnou reagovat místní předsedové vlád, čímž vše pouze zhorší. Někdy se začnou připomínat takové regulační nástroje pohybu kapitálu, jakým je Tobinova daň.

To byly moje tři poznámky k povaze kapitálového trhu. Co se týká úvodní otázky, zda u nás bude nebo nebude „efektivní“ kapitálový trh, vždy jsem odpovídal stejně: Nevím, a je to vcelku úplně jedno. Pokud ovšem bude zajištěno, aby náš domácí investor měl přístup na všechny nejlepší trhy, které na světě vzniknou.

Ing. Jiří Schwarz, CSC.

Děkuji panu doktorovi a otevírám diskusi. Pokud nemáme ihned zájemce, tak začnu já a jedním z cílů mého komentáře bude zamezit vzniku nějakého povědomí, že jsme na panelu domluveni a že máme stejný názor na věci, které tady byly řečeny. Přesto jsem rád, že zaznívá dost jednoznačně ta skutečnost, že problém našeho „kapitálového trhu“ je spíše politický než ekonomický. Jsem rád, že to pan dr. Tříška potvrdil.

Nicméně já se se svým kolegou, panem Ševčíkem, značně liším v názoru na problém Komise pro cenné papíry a otázku její nezávislosti. To je velmi složitý problém. Můj přístup je takový, že pokud se tato komise deklaruje jako nezávislá, tak by měla svými charakteristickými znaky být nezávislá. Musím předeslat, že já si nemyslím, že je dobré, aby tato komise byla nezávislá. Tyto komise existují v mnoha zemích jako součást národních banky, jinde ministerstva financí a jinde jsou nezávislé. Když u nás deklaruje nezávislost, tak by měla být nezávislá na státním rozpočtu. Slovy Jiřího Kinkora: cítím se znásilněn tím, že pokud nevládním cenné papíry, tak musím ze svých daní naprosto nedobrovolně, donuceně na nějakou pochybnou komisi přispívat. Naopak, kdyby tato komise byla financována příspěvky hráčů na kapitálovém trhu, aktivních účastníků kapitálového trhu, tak jejich přístup ukáže, zdali tato komise je potřebná nebo ne. Pokud ji nebudou potřebovat, přestanou přispívat a komise zanikne. Pokud je tato komise „zavěšená“ na státní rozpočet, pak je nebezpečí, že tu bude na věčné časy.

Druhý problém, a to je reakce na pana Sedláčka, je samoregulace. Tam vidím problém v chování organizátora trhu s cennými papíry, a to burzy. Samozřejmě že ani Komise pro cenné papíry nedovede obchodování z tzv. přímých obchodů na cenotvorné a kurzotvorné trhy. Takové ambice nikdo mít nemůže, pokud sami účastníci trhu preferují přímé obchody před cenotvornými obchody. Činí tak, přestože si sami musí uvědomovat destruktivní charakter svých činností, protože trhy nejsou schopny generovat reálné ceny. Samozřejmě v delším období trhy budou strádat nedostatečnou poptávkou. Účastníci trhu samotní, a to jsou akcionáři burzy cenných papírů, podotýkám, kteří v největších objemech obchodují na burze, preferují přímé obchody. Zdůvodňují to tím, že kdyby obchodovali prostřednictvím AOSu, poškozovalo by to jejich ceny, protože je tam nedostatečná poptávka. Tito účastníci vyčkávají, až se najde zájemce, a pak v přímém obchodu dané akcie, cenné papíry prodávají. To je dalším důkazem, proč v České republice bude kapitálový trh vždycky slabý. Důvodem je slabá poptávka.

A poslední poznámka k panu dr. Trískovi. Rozhodování nohama je další slabinou našeho trhu s cennými papíry. Týká se to tzv. nemožnosti exitu, která se týká možnosti prodat akcie, podíly mimo otevřené podílové fondy. Prodávající je často nespokojen, protože nedostává cenu, kterou očekává. To je způsobeno nízkou likviditou trhu.

To jsou mé tři poznámky a nyní promluví pan Ing. Makovec, ředitel divize investičního bankovníctví České spořitelny. Protože vás neznám všechny, tak bych byl rád, kdybyste se v následujících případech představovali, protože veškerá diskuse se nahrává a vydáme z ní publikaci, jako v jiných případech.

Ing. Pavel Makovec

Já bych měl pár připomínek. Jednak jsem nepochopil z vystoupení pana Schwarze, v čem je kupónová privatizace v rozporu s kapitálovým trhem. Můj názor naopak je, že kupónová privatizace byla jedním z ideálních předpokladů pro to, aby tady kapitálový trh vznikl. Ten problém nevidím v samotné kupónové privatizaci. Uvažte jenom skutečnost, že tou obrovskou distribucí vytvořila podmínky pro vysokou likviditu cenných papírů. Takže já ten problém nevidím v samotné kupónové privatizaci, ale v tom, že tady neexistoval trh, že zde nebyl parket, na kterém by se cenné papíry obchodovaly. Vznikla burza se všemi svými nedostatky, nedokonalostmi atd., vznikl tady RMS, ke kterému můžeme mít také spoustu výhrad, ustálily se převody cenných papírů ve středisku cenných papírů. Co se týká budoucnosti – budoucnost kapitálového trhu je podle mne v tom, aby tady skutečně existoval trh, na kterém by se cenné papíry obchodovaly, na kterém by se tvořila cena.

Druhá moje připomínka se týká toho, co říkal pan Ševčík, otvírání fondů. Já bych se zdaleka nebál toho, že by to bylo zbídačování, naopak si myslím, že z hlediska portfolií velkých fondů, které se musí otvírat, se dá očekávat, že tam bude dosaženo určité premie nad tu cenu, která je v účetnictví fondů, takže toho bych se nebál; myslím, že akcionáři více okradeni být nemohou, než dosud byli, naopak mohou na tom vydělat. A ten druhý problém – proč se trh tak deformoval – souvisí s vlastnickou strukturou, a sice že se tady umožnil vznik investičních privatizačních fondů. To považuji za jedno z největších zel, které tento trh zdeformovalo, protože vznikly dva typy investičních privatizačních fondů. Jedny, které byly založeny velkými bankami – tyto fondy se v podstatě transformovaly na jakési kvazistátní plánovací komise a fungují tak dodnes, a druhé, soukromé, včetně toho největšího, byly založeny s úmyslem okrást akcioná-

ře a prostě je vytunelovat. Trochu to bagatelizuji, tu i tam existovaly čestné výjimky, ale v zásadě to bylo tak zorganizováno. Výhoda u těch bankovních fondů je to, že tam tak nebyli okradeni drobní akcionáři, ale zase o to víc trpí ekonomika a její výkonnost.

Ing. Miroslav Ševčík, CSc.

Jen pro upřesnění. Jsem pro otevření fondů, ale obávám se toho, že pokud proces otevírání bude velmi rychlý, pokud termín otevření bude třeba za jeden rok, tak se fondy budou muset zbavovat svých akciových podílů, které budou muset přeměnit rychle na peněžní hotovost. Tento rychlý proces může vést přinejmenším k turbulenci na trhu s akciemi. Jinak jsem spíš řekl ano, otevřít, ale časový prostor pro otevření přiměřeně prodloužit.

Miroslav Zajíček

Já jen malou poznámku k tomu, co říkal pan Schwarz. Já si vůbec nemyslím, že je podstatné, zda Komise cenných papírů bude financována státem nebo jednotlivými hráči, protože je to velmi specifický trh – čili je to ideální podhoubí pro proces nebo teorii, kterou pojmenoval Stigler a která se u nás překládá jako teorie regulačního zajetí. Já si myslím, že je úplně jedno, jestli bude Komise financována hráči nebo státem, protože nakonec tak či onak, dříve nebo později tu komisi ovládnou největší firmy, největší obchodníci s cennými papíry – je ostatně vidět, kdo byl tím největším iniciátorem anebo kdo nakonec tu komisi protlačil v politickém procesu. Byly to největší firmy.

Doc. Ing. Antonín Kubíček, CSc.

Za prvé bych z celého srdce souhlasil s tím, co říkal pan prezident Schwarz, že kupónová privatizace skutečně nevede ke vzniku fungujícího kapitálového trhu a že naopak byla jeho zkázou. Ale ona ani nebyla jeho zkázou, protože kapitálový trh vůbec nevznikl, protože to, co tady máme, skutečně není kapitálový trh a většina nebo značná část lidí si na kapitálový trh hraje a snaží se ho prostě nějakým způsobem zkulturnovat, protože mají rádi svou hračku.

Druhá poznámka – k otázce, kdy vznikne v České republice kapitálový trh. Domnívám se, a tady souhlasím plně s panem dr. Trískou, že pokud by tady měl kapitálový trh vzniknout izolovaně, samostatně, odděleně, pak takovýto trh vůbec nemá nárok, aby existoval. Snažit se spojit, udělat něco pro průnik na již existující kapitálové trhy – to je základní motiv, který by se měl uplatnit u nás. To znamená umožnit, aby naši emitenti se mohli dostat na trhy.

Já vím, že to není nejdůležitější, nicméně možná by mohl fungovat určitý specifický samostatný trh s dluhopisy. Já se domnívám, že už tady je, určitým způsobem se vytvořil a kultivujeme a umožňujeme mu existovat i v tom našem prostředí. Protože zdroje pro něj, zdroje úspor tady jsou, protože není nikdy tak náročný na zdroje, které tady nejsou, jako je trh akciový.

Poslední poznámka – myslím, že teď existují takové tři základní principy, kterým se vyvíjí ta regulační vazba na kapitálovém trhu. To je deregulace, harmonizace a samoregulace. Tyto základní trendy mají svoje opodstatnění. Proto se jich držíme a pokud nyní něco chceme regulovat, tak to regulujeme, ale s jasným přesvědčením, že neregulujeme kapitálový trh, nýbrž něco, co tady vzniklo jako důsledek předcházejících postupů.

p. Hanzlík

Já bych si dovolil jenom poznámku k otvírání fondů. Myslím si, že bych si přál nakoupit při otvírání fondů papíry za ceny, které jsou na veřejných trzích. Mám pocit, že prakticky každý z fondů v rozprodávání balíku by zrealizoval prémii, jak o tom mluvil pan Makovec. Jinak když dnešní debata je o tom, zda vznikne trh, já bych se zeptal, zda vůbec má cenu ho mít. Protože když v poslední době přemýšlím, kdo vede diskusi o tom, jak ten trh má vypadat a zda se má regulovat a neregulovat a co s ním bude, tak jsou to subjekty, které na kapitálovém trhu mají emitentům a investorům nabízet služby. Nejsou to samotní emitenti a nejsou to ti investoři. Takže já se ptám, pokud nevychází tato poptávka ze strany podniků, které by volaly „nemáme trh, na kterém si můžeme jít pro peníze“, „nemáme trh, kam bychom mohli ukládat naše úspory“, tak se ptám, jestli má vůbec cenu takový trh budovat?

Neidentifikovaný účastník diskuse

Tady s tím souvisí komentář o tom, jestli zrovna tady v Praze musí být nějaký trh, protože existují zkušenosti z Budapešti i z Varšavy, že jakmile se nějaký emitent jen trochu začne etablovat, tak to hledá jinde – prostě nemá důvody hledat kapitál tam, kde není. Druhá poznámka jde k panu Makovcovi, ohledně některých stereotypů uvažování. Zase oni teď tvrdí, navazují na ta i pro mne překvapivá zjištění. On řekl – fondy byly dvojího typu – bankovní, a ty ničí podniky, protože jsou to státní plánovací komise, a pak jsou to nebankovní, a to jsou tuneláři. Ukazuje se, že výsledky jsou poněkud jiné a dovolím si poznamenat, což mě samotného překvapuje, že z hlediska efektivních výkonů vlastnických práv v podnicích bankovní fondy nejsou o nic horší než ostatní a jsou skoro spíše lepší než ostatní. Tak ukazují tvrdá data.

Ing. Karel Hampel

Já bych chtěl poukázat na určité srovnání naší republiky a Slovenské republiky. Víte, já mám dojem, že kupónová privatizace na jedné straně proběhla velice liberálně, ale vytvořila velmi nerovné podmínky právě pro hráče, pro ty, které na tom trhu dnes můžeme nazvat hráči, a myslím si, že důsledek, podíváme-li se na výsledek naší privatizace a našeho kapitálového trhu, je přesně stejný, tedy v určitých směrech, jako ten, kterého bylo dosaženo ve Slovenské republice, kde vládnoucí strana prostě rozdala majetek, kapitál svým hráčům. Svým hráčům, zdůrazňuji. Jedna odlišnost v tom ale je. Naši hráči narážejí na naprosto nehotové prostředí, myslím z pozice investorů – mohou doložit řadu případů, jsem z auditorské firmy – a proto prostě utíkají. Ať už vytuneloval nebo ať k tomu přišel jakkoliv – hráč je prostě dnes v mnoha případech tlačěn s kapitálem pryč. Já bych nesouhlasil s panem Třískou v jedné věci – není přece jedno, kde ten trh bude vznikat. My potřebujeme, aby kapitál plynul sem, nikoliv odtud ven, alespoň zatím. Já si myslím, že když naši kapitáloví hráči budou chodit na trhy ven, tak prostě to znamená určitý odliv kapitálu. Hráči na našem trhu se snažili a nadále se budou podle mne snažit hrát jinde. A k tomu prostředí – podívejte se, jestliže investor přijde do této republiky a narazí zhruba na 36 institucí, které mu musí dát razítka k tomu, aby mohl investovat, a to jsou takové absurdnosti, jako že např. hygienik v dílně požaduje obrovská okna, aby bylo dobře vidět, a pak, když investice je dokončena, tak hygienik přijde, a zrovna svítí slunce, tedy poručí tato okna zakrýt, protože ruší pracující. Tak takové jsou tady absurdnosti, a to je skutečně případ, který se stal, ten mohou doložit,

to je případ z naší ekonomiky. Takže já se domnívám, že kapitálový trh tady nevznikne do té doby, dokud nebude investorské prostředí. Do té doby si budeme na kapitálový trh hrát a budeme obchodovat s něčím, čemu říkáme akcie.

Prof. Ing. Karel Kouba (FSV UK)

V úvodních vystoupeních a dosavadní diskusi převládá skepse o možnostech vzniku fungujícího kapitálového trhu u nás. Se značnou dávkou pochybností je též posuzována možná účinnost zákona komise pro cenné papíry. Tuto skepsi prohlubuje absence elementárního souhlasu dnešních hlavních účastníků finančního trhu na dosažitelné kroky k vytvoření potřebných podmínek pro ustavení kapitálového trhu jako nezbytného prvku fungující tržní ekonomiky. Z řady příčin tohoto neuspokojivého stavu zmíním jednu okolnost. Podle mého názoru jde o důsledek převládajícího vývoje finančního sektoru v dosavadním průběhu privatizace. Chtěl bych připomenout, že určitý segment kapitálového trhu již máme. Jde o trh akcií z kuponové privatizace. Ze specifického privatizačního schématu vyplývala potřeba koncentrace vlastnických práv. Z tohoto hlediska trh takto emitovaných akcií byl funkční a splňoval úzce pojaté kritérium funkčního kapitálového trhu. V české ekonomice v počátečním období zcela chyběl soukromý sektor. Přesto však v porovnání s rozdílnými startovacími podmínkami Polska a Maďarska a odlišnými privatizačními postupy česká ekonomika vykazuje nejrychlejší dynamiku koncentrace vlastnických práv. Např. EBRD vykazuje v roce 1996 a 1997 v případě české ekonomiky vyšší podíl soukromého sektoru a tzv. velké privatizace v porovnání s polskou i maďarskou ekonomikou. Soudím, že dnešní krajně neuspokojivý a bezperspektivní stav kapitálového trhu u nás v Čechách je v mnohém směru také nežádoucím průvodním jevem dosavadních příliš častých necivilizovaných forem a metod transakcí s kuponovými akciemi. Důsledkem je ztráta důvěry v tento sekundární, a následně i primární kapitálový trh, který u nás v důsledku řady dalších příčin chybí a je v infantilním stavu.

S Dušanem Třískou lze do jisté míry souhlasit, že zpronevěry spravovaných akcií jsou spíše společenským a politickým problémem. Dušan Tříška nás ubíjí argumentem, že v některých tranzitivních zemích je to ještě horší. Avšak nepodceňujme, že česká společnost se vyznačuje nejvyšším stupněm rovnostářského vnímání jakéhokoliv procesu koncentrace vlastnických práv. Zpronevěry v takovém prostředí zesilují ztrátu důvěry v kapitálový trh. Proto lidé setrvačně nosí své úspory do bank, i když jim banky nezaručují pozitivní reálné úrokové míry. Mimochodem sklon k úsporám obyvatel je u nás tradičně dosti vysoký. Moji zahraniční přátelé nejen v USA, ale i Evropě dosti často preferují alokovat část úspor na kapitálovém trhu. U nás budeme dlouho doplácet na ztrátu důvěry drobných střadatelů v kapitálový trh.

Pokud jde o primární kapitálový trh, Dušan Tříška se opírá o nespornou skutečnost, že kapitálový trh, obdobně jako např. v NSR, nebude zřejmě hrát úlohu angloamerických primárních trhů. Nicméně je na místě zdůraznit, že u nás nehraje žádnou významnou úlohu a odstranění překážek pro rozvinutí těchto nepostradatelných funkcí kapitálového trhu je v nedohlednu. Mám obavu, že návrat zahraničních investorů na náš kapitálový trh bude krajně obtížný. Známe z důvěrných autentických pramenů trpkou zkušenost leckterých z nich s destruktivními praktikami s interní informací některých obchodníků na kapitálovém trhu u nás. Známe leckterou story o prostoru pro manipu-

laci cen akcií a nedůvěře, která pramení z dosud provozovaných transakcí na nece-
notvorném trhu akcií.

Trpké zkušenosti a zklamání plodí skepticismus o dosažitelných podmínkách pro
fungující kapitálový trh. Pod tlakem selhání trhu kupónových akcií je dnes obecně při-
znávána potřeba určitých korekcí. Avšak podle mého názoru dosud chybí elementár-
ní konsensus účastníků kapitálového trhu a zejména vůle k seberegulaci a efektivní kul-
tivaci trhu. Místo toho dominuje prosazování jen takových úprav pravidel, aby to ne-
ohrozilo skupinové zájmy zabydlených agresivních investorských skupin. Nemohu se
zbavit dojmu, že nejlivnější z nich stále ještě vyhovuje nanejvýše trochu formálně
upravený status quo, to jest neprůhledný proces koncentrace vlastnických práv, kte-
rý je neslučitelný s nezbytnou cenotvornou funkcí kapitálového trhu a nastartováním
primárního kapitálového trhu.

Soudím, že chyběla a dosud chybí politická vůle vládní exekutivy i zákonodárných
sborů a schopnost politiků i legislativců vytvořit účinný, vynutitelný regulační rámec,
který by podpořil kulturní zakotvení kapitálového trhu.

Ing. Jiří Havel, CSc. (FSV UK)

Poznámek mám celou řadu. Ale možná bych to tentokrát vzal trošku z jiného kou-
tu. Konstatoval bych první věc, že já nejsem žádným liberálem, a přesto s tím, co jsem
tady dneska slyšel, mohu z nějakých 95% plně souhlasit. Kde jsou tedy určité odchyl-
ky? Jsou to odchylky především technického rázu, u kterých se domnívám, že při od-
borné diskusi bychom jistě našli nějaké řešení. Ale na straně druhé mám zde trošku jinou
otázku. Řada věcí, na kterých se shodneme, je přece známá. Koneckonců, když
jsme nad tím separátně nebo na jiných fórech diskutovali před 2 lety nebo před rokem,
tak jsme se shodli také – ale ty 2 roky zmizely a na trhu se v podstatě nic moc neudá-
lo. Takže pro mne z toho vyplývá taková divná otázka, kdo to vlastně řídí a jak, jestli
vůbec někdo řídí a zdali tady je vyšší zájem cosi řídit.

Teď co se týká praktičtějších problémů, protože tady zazněla obrovská spousta ve-
líkých problémů: takže problém otvírání fondů a časování otvírání fondů – běžely na to-
to téma odborné diskuse asi rok a půl. Pan kolega Tříška jistě potvrdí, že odborná ko-
mise či ministerstvo financí říkali: rozložíme otvírání do tří let a diskonty co šest měsí-
ců uřezávejme tak, aby dopad nebyl šílený. Nakonec v návrhu je, že se to má všech-
no otevřít do roku, ačkoli jsme říkali, že v uzavřených fondech respektive investičních
fondech je „uvězněno“ za něco přes sto miliónů korun cenných papírů. A že když se
to hodí všechno na trh, tak že to s tím trhem asi něco udělá, a že když někdo tady ho-
řekoval nad nějakou třetí vlnou privatizace, která přinesla další vlnu kobylek na ubohé
podniky, tak samozřejmě tady se budou kontrolní balíky akcií zase měnit čili zase
vznikne další vlna kobylek atd. Toto vše tam zaznělo, návrhy byly, ale návrh zákona,
který je v parlamentu, je úplně jiný.

Vrátím se k té citované komisi. Já souhlasím s tím, že od komise se očekává straš-
ně moc a přitom je to v podstatě orgán, který vzniká proto, že orgány, které mají pro-
blémy řešit, je buď neřeší nebo nejsou schopny je řešit. Opět je možno klást si naprosto
konkrétní otázky – jak je možné, že na ministerstvu vnitra za osm let nedokázal vznik-
nout nějaký orgán, který by měl elementární odbornou kompetenci cosi takového ře-
šit, jak je možné, že zde neexistuje standardní státní zástupce, že zde neexistuje za osm
let útvary, který by se zabýval těmito věcmi atd. Svým způsobem mě fascinuje, že

v tomto státě i při jednání se soudy základní metodou, jak u soudu něco protlačit, aby
se tím proboha soud vůbec zabýval, je úplatek. Takže to je věc, která je šílená.

Teď ještě konkrétně k té komisi pro cenné papíry. Zabýval jsem se tím na mnoha úrov-
ních a přiznám se, že po každém jednání jsem se cítil jako větší a větší blbec. Já vám
to předvedu velmi jednoduše, neboť kdykoliv jsem se dostal k jednání, a byla to už jed-
nání v parlamentu na podvýboru pro kapitálový trh, na rozpočtové komisi, potom v plé-
nu parlamentu atd., tak samozřejmě se mělo diskutovat o nějakém návrhu, který všich-
ni měli rozložený, ke kterému si připravili připomínky, a pak vždycky někdo přiběhl
s osvojeným poslancekým návrhem, a ono bylo všechno úplně jinak a zásady, o které se
člověk předtím dva měsíce přel a prodiskutoval je, sa kamsi vytratily. Poslední návrh,
který nakonec prošel parlamentem, byl návrh jmenovce kolegy Zajíčka, tedy komplex-
ní pozměňovací návrh, a ten jaksí opět všechno zcela obrátil a postavil na hlavu i tu zá-
vislost či nezávislost komise atd. Mne v daném případě, když jsem to četl, nakonec mr-
zela jedna věc – že po nějaké fázi diskuse jsem říkal: prosím, nebudme tak tvrdě proti
tomuto zákonu, protože hrozná reklama, která se udělala, je taková, že si nemůžeme
dovolit to nepřijmout a komisi nevytvořit. Ale co se týče formy, v jaké se to tam dosta-
lo, to jsem skutečně žasnul, co se z toho stalo. Čili: shodli jsme se tady, shodli jsme se
před rokem, shodli jsme se před dvěma lety, ale stane se skutečně něco?

JUDr. Ing. Dušan Tříška

Některé věci musí vyzrát a některé věci se prostě musí odehrát, byť by se nám ve
své podstatě nelíbily. Tento trošku fatalistický přístup vychází z toho, že pokud nebu-
dou některé jevy „předvedeny“ tak, aby na ně bylo možné ukázat prstem, nikdo je ne-
pochopí a nikdo jim neuvěří. Když jsme v letech 1990-93 v Polsku a Maďarsku před-
stavovali naši politiku *free access* (k majetku) a *free entry* (do odvětví, zejména fina-
čního), všichni prohlašovali, že je to politická sebevražda. Za situace, kdy jejich vlády se
již třikrát vyměnily tam a zpátky. To ten náš Klaus přežil osm let a z toho dobře pět let
byl efektivně u moci. Já to považuji za světový rekord – zejména pokud tu dobu měří-
me počtem událostí, které se během ní odehrály, a ne jen prostým fyzikálním časem.
Takže s tou netolerancí českého národa to zas tak černě nevidím.

Neidentifikovaný účastník diskuse

Já nemluvil o netoleranci, já mluvil o citlivosti, egalitářství, klimatu, protože česká
společnost je tradičně nejvíce egalitární v tomto regionu.

JUDr. Ing. Dušan Tříška

Já zdůrazňuji, že tato společnost celý transformační proces snáší velice odolně a je
ji třeba za to obdivovat.

Neidentifikovaný účastník diskuse

Já mluvím o zlomu preferencí.

JUDr. Ing. Dušan Tříška

To je otázka, čím je to způsobeno. Jestli to není zcela banální únavou lidí z jisté vlád-
ní elity. Opakuji, že těch osm let Klausova efektivního vládnutí by vydalo za 20 let v Ně-
mecku, Francii nebo Velké Británii.

Neidentifikovaný účastník diskuse

My jsme dostihli v té frustraci – jednak nečekaně a jednak velice rychle – zlomu preferencí. Nemyslím politických, nýbrž společenských. Na to jistě měla vliv řada činitelů. Jeden z nich, který podle mého nebyl doceněn, jsou ony jevy, jak je vnímal lid. Protože rozhodující nejsou makroekonomické indikátory, o kterých si povídáme, pro lidi je rozhodující individuální percepce. To, co já kladu pro sebe jako otázku, je tak nečekaně rychlý zlom. Pokud jde o výdrž obyvatelstva, ta je obdivuhodná, to je jiná otázka. A pokud jde o národu tohoto obyvatelstva, tak bych měl otázku – sklon k úsporám. Náš sklon k úsporám nestačí na investice (...) To je obdivuhodná výdrž obyvatelstva, kterému se nekompensuje ani inflace (...) kdyby tady byla jednak reálná pozitivní úroková míra, ale hlavně kdyby tady byla situace, kterou ilustruje následující příklad: Naše rodinná přítelkyně v Cambridge zrenovovala koupelnu a hodlala opravit střechu; protože se věnuje čistě charitativní činnosti, tak jsem se jí ptal, z čeho to platí. Ona říkala, že zavolala svému agentovi, aby jí opatřil peníze k určitému datu prodejem cenných papírů. A já jí říkám, jaké má cenné papíry, a ona odpověděla, že se o to nestará, od toho že má v Londýně svého člověka. Na mou opakovanou otázku, zda se nebojí, že jí s tím něco udělá, když o tom nic neví a nestará se o portfolio, řekla, že se nebojí, protože ten agent by se v takovém případě absolutně vyřadil z branže. To znamená, že překážky rozvoje kapitálového trhu u nás jsou psychologické bariéry, které se tu vytvořily (...)

Já si ještě myslím, že přesun preferencí možná plyne z obrovského zvýšení rozdílů. Jestliže v roce 91-92 byl rozdíl mezi nejvyšším a nejnižším příjmem řekněme 200 %, tak dnes jsou to tisíce a desetitisíce procent. A jestliže spoříme, tak je třeba se podívat, kdo spoří – já si myslím, že se ty úspory obyvatelstva určitě přesunuly někam a možná taky zkoncentrovaly někam jinam. Faktem je, že mnoho lidí, kteří dnes peníze vydělají snadno, s nimi ještě moc neumí naložit. Takže možná až to budou umět, tak ty úspory budou vypadat trochu jinak.

Ing. Jiří Schwarz, CSc.

Já bych reagoval na poznámku pana profesora Kouby. Co se týká úspor, tak jsem hovořil o relativních úsporách a samozřejmě i vzhledem k nízké kredibilitě kapitálového trhu tyto úspory nemají šanci směřovat na kapitálový trh. Takže další poznámky.

Ing. Miroslav Ševčík, CSc.

Hovoříme o tom, zda u nás vznikne fungující kapitálový trh. Já mám takový dojem, že některé kroky, které bychom měli vést, nejdou dopředu, ale spíše dozadu. Co říkáte, dámy a pánové, na vznik jednotného zúčtovacího centra, co říkáte na subregistry, jsou nebo nejsou nutné? Možná se zeptám napřed pana Sedláčka.

Ing. Jiří Sedláček

Subregistry. To bylo, když jsem tu byl při posledním setkání, velice diskutované téma. Pak se ukázalo, že subregistr v obecné formě vlastně nikdo nechce kromě Univyku, protože ten vzápětí poté, co zvážil, kolik má vlastních starostí a poté, co přišel na to, že pro něj vyvineme služby takové, aby mohl fungovat tak, jak potřebuje, od tohoto záměru ustoupil. Co se však realizuje, jsou tzv. lokální subregistry, to je specifická věc pro otevřené podílové fondy. Není to vlastně klasický kapitálový trh, je to forma spoření, jde o jiné částky – neustále cenné papíry vznikají, při prodeji, při zpětném odku-

pu zanikají, neobchoduje se s nimi sekundárně. Zrovna dnes Spořitelni investiční společnost slavnostně podepisovala s Evropskou bankou pro rozvoj vzájemnou smlouvu o spolupráci v této věci. Byl jsem při tom především proto, že Středisko cenných papírů nyní spolu se SIS intenzivně pracuje na tom, aby SIS měla svůj lokální subregistr. Jsou další dva takoví zájemci o to, aby si takto oddělené subregistry, lokální subregistry, mohli vést.

Jednotné účtovací centrum. Pracuje se na tom, podle mého názoru, dlouho, a je to potřeba, protože pokud bude fungovat, bude lépe vyřešena řada věcí pro investory, především ta věc, že pokud nyní má investor k dispozici jeden majetkový účet a na něj může dosáhnout kterýmkoli tržním kanálem, neplatí to o peněžní stránce, a tedy investor chce vydělat arbitráže tak, aby neustále přesouval peníze z účtu IPB, z jumbo účtu někam jinam, aby tam dosáhl (...) Samozřejmě, že zahraniční investor, který se seznámí s tím, jaký zde máme výběr tržních kanálů a pak s tím, že to máme takto zorganizováno, pokrčí nad tím rameny, že je to poněkud obskurní. Čili domnívám se, že obecně vzato jednotné řešení spočívající v tom, aby organizátoři trhu používali jednu instituci, která jim vypořádání provede korektně, přesně, za optimálních podmínek, za nízkých transakčních nákladů a přitom aby to sloužilo univerzálně a tudíž efektivně, by bylo žádoucí. Jednání nejsou lehká, protože jsou tam čtyři subjekty nebo čtyři skupiny. Středisko cenných papírů, protože má ze zákona zodpovědnost za majetkové účty, ČNB, protože má ze zákona zodpovědnost za peněžní účty – je tam trochu rozdíl v tom, že středisko chápe, že když se v tom angažovat nebude a nebude držet palec na tom toku, tak se to může vyvinout někam, kde s tím pak budeme mít nebetičné problémy – čili hodláme se v tom namočit; ČNB působí jako expert a nechce se v tom směru nějak blíže angažovat ani finančně ani personálně ani jinak, ale náš pohled je společný v tom, že nám jde o princip; no a pak tam jsou zastoupeni oba současní fungující organizátoři trhu – Burza cenných papírů a RM-systém s PVT. Samozřejmě u těchto velkých institucí je trochu jiný pohled na věc – mají fungující, vhodné a docela dobré vypořádání a je to tak vyřešeno. Takže pokud oni půjdou do něčeho nového, tak mohou přitom leccos ztratit, což je pro tyto subjekty jakási velice komplikovaná otázka. No a speciálně pro Burzu natolik komplikovaná, že poslední vyjádření Burzy bylo velmi rezervované, jestli jste ho zaznamenali zhruba před 14 dny v tisku – Burza v podstatě řekla, že to nemá smysl realizovat, že projekt je příliš ambiciózní (přičemž je to koncipováno přesně podle toho, jak bylo výběrové řízení vypsáno), kritizuje, že to bylo příliš drahé a že vlastně náklady jsou nedocenené. No a je to, pan předseda Ježek (protože uznává stanovisko, že je potřeba do toho vložit peníze, a to tím způsobem, že je třeba je shromáždit na stole a dokud peníze nebudou, že se nepůjde s ničím dál) žádá o schůzku ministra financí a ptá se, kdo do toho potřebné desítky a stovky milionů napsý, aby se to mohlo rozjet, a tudíž hodlá požádat ministra financí o pomoc – o deficit ze státního rozpočtu na zabezpečení tohoto projektu. My ostatní jsme pokrčili rameny a řekli jsme, že je obtížné dále o čemkoli jednat, tedy ten projekt je jaksi zmrazen. Čas mezitím samozřejmě běží, protože podle původních představ vyhašovateli výběrového řízení přibližně od 1. října měl běžet zkušební provoz, od 1. ledna 98 měl běžet ostrý provoz. V tuto chvíli není podepsána ani základní smlouva o spolupráci vítězů toho výběrového řízení, prostě proto, že jsme ji podepsali jen čtyři, a ten pátý k tomu pořad měl nějaké výhrady, i když už jsme se na všem shodli – prostě nejde to. Takže se domnívám – a myslím, že mohu mluvit i za řadu osob, které jsou v tom zaangażovány z různých institucí – tedy domníváme se, že jednotné zúčtovací centrum by pro-

spělo kapitálovému trhu, že by mu pomohlo, ale v politické rovině v rámci obchodní politiky to není snadné prosadit. Nicméně v úrovni spolupráce s RM-systémem, s Uni-
vykem děláme kroky, které možná jednou povedou k tomu, že řekneme: tak máme ta-
dy jeden stavební kámen, druhý, a už nám chybí jenom ta firma, kterou nad to pově-
síme. Takže jedna věc jsou prostě složitá jednání, druhá věc ovšem je, že se na tom
normálně lidsky cílevědomě pracuje.

Ing. Miroslav Ševčík, CSc.

Děkuji za vyčerpávající odpověď. Jsou ještě nějaké dotazy, názory, ohlasy, připo-
mínky? Nejsou, takže já předám slovo svému kolegovi.

Ing. Jiří Schwarz, CSc.

Takže mně nezbyvá nic jiného než tu diskusi ukončit, poděkovat vám všem za va-
še názory, připomínky. Tak jako v jiných případech, záznam z této diskuse vydáme v co
nejkratším termínu. Myslím, že externí účastníci naší diskuse si zaslouží, tak jako v pře-
dešlých případech, tričko se znakem Liberálního institutu.

Ing. Miroslav Ševčík, CSc.

Aby se ho ale nebáli nosit.

Ing. Jiří Schwarz, CSc.

Zdá se, že to bude spojeno s určitými riziky, ale myslím si, že účastníci tohoto pa-
nelu jsou na rizika zvyklí. Restaurace Melodie si vás dovoluje pozvat na malé občer-
stvení, které je pro vás připraveno v přilehlých místnostech. Děkuji vám za pozornost
a nashledanou příště. Ještě mi dovoluji vám popřát krásné Vánoce a úspěšný vstup do
nového roku.

