

Centrum pro ekonomiku a politiku



# Kupónová privatizace

Sborník textů

*Dušan Tříška, Václav Klaus, Robert Holman  
Vladimír Rudlovčák, Michal Hrubý  
Jan Mládek a Marek Loužek*

č. 13/2002

*cep*  
CENTRUM  

---

PRO EKONOMIKU A POLITIKU

Kupónová privatizace – Sborník textů č. 13/2002  
Vydal CEP – Centrum pro ekonomiku a politiku  
Nám. Míru 9, Praha 2  
Praha, leden 2002  
Editor: Marek Loužek  
Sazba: Vladimír Vyskočil – KORŠACH  
Tisk: PB tisk Příbram  
ISBN: 80-86547-02-7

# Obsah

<b>Předmluva</b> .....	7
<b>A. Základní text</b>	
<i>Dušan Tříška</i> : Východiska, cíle a principy provedení kupónové privatizace .....	11
<b>B. Doplnňkové texty</b>	
<i>Václav Klaus</i> : K desátému výročí kupónové privatizace .....	93
<i>Robert Holman</i> : Kupónová privatizace s desetiletým odstupem .....	97
<i>Vladimír Rudlovčák – Michal Hrubý</i> : Kupónová privatizace a tři přístupy k transformaci .....	102
<i>Jan Mládek</i> : Kupónová privatizace – politický úspěch, ekonomické selhání .....	124
<i>Marek Loužek</i> : Buďme hrdí na kupónovou privatizaci .....	131
<b>C. Přílohy</b>	
Tab. 1. Základní čísla o kupónové privatizaci .....	143
Tab. 2. Přehled o nabídce a prodeji podle jednotlivých kol I. vlny (mil. akcií) .....	144
Tab. 3. Přehled o nabídce a prodeji podle jednotlivých kol II. vlny (mil. akcií) .....	145
Tab. 4. Přehled příjmů a výdajů kupónové privatizace (mld. Kč) .....	146
Obr. 1: Komuniké ze setkání ministrů Klause, Ježka a Mikloše dne 9. 12. 1991 .....	149
Obr. 2: Kupónová knížka .....	150



# Předmluva

Sborník, který čtenář drží v rukou, je vzpomínkou na jeden z nejzajímavějších privatizačních experimentů v dějinách – kupónovou privatizaci. Zdálo by se, že deset let už je dostatečný časový odstup k relativně klidné a nezaújaté analýze. K ní ovšem v našich médiích nedochází a místo ní převládá aprioristický a velmi pesimistický pohled. Cílem našeho sborníku je předložit realističtější a plastičtější obraz kupónové privatizace.

Úkol vytvořit z hospodářství téměř úplně vlastněného a řízeného státem fungující tržní ekonomiku byl unikátní. Neexistoval pro něj žádný precedent a vymýšlet jsme jej museli „za pochodu“. Ne že by neexistovaly zkušenosti západních zemí s privatizací. Tam se však odehrávala jen **privatizace parciální**, vztahující se na několik státem vlastněných firem. **Transformační privatizace**, před níž jsme stáli my, byla změnou systému. Museli jsme najednou odstátnit obrovské množství podniků v extrémně krátké době, protože to byla podmínka, jak umožnit tržnímu mechanismu, aby mohl začít efektivně působit.

Těžiště tohoto sborníku tvoří text **Dušana Třísky „Východiska, cíle a principy provedení kupónové privatizace“**. Autor v něm provádí detailní a v české literatuře zřejmě dosud nejobsáhlejší analýzu kupónové privatizace. Doplnkové texty napsali vedle mého Robert Holman, Vladimír Rudlovčák, Michal Hrubý, Jan Mládek a Marek Loužek – pestrá směsice autorů, z níž lze soudit, že předložený sborník určitě není jednobarevný.

Desetileté výročí kupónové privatizace přineslo vzkříšení starých klišé o „krádeži století“, o „privatizaci bez kapitálu“, o „všudypřítomném tunelování“, které se odpůrci české transformace vždy snažili (a snaží i dnes) na kupónovou privatizaci nalepít. Jen málokdo se pokouší kupónovou privatizaci hodnotit s porozuměním problémům doby jejího vzniku a se znalostí skutečné podstaty a smyslu tohoto originálního a neopakovatelného projektu.

Doufám, že tato publikace bude užitečná pro všechny zájemce o ekonomii a ekonomiku naší země – především pro studenty, pro něž „kuponovka“ už patří spíše do učebnic dějepisu. Pro nás starší je sborník vzpomínkou na projekt, na němž jsme se v různé míře podíleli, a který podle mého přesvědčení významně přispěl k rozvoji tržní ekonomiky v České republice.

*Václav Klaus, 2. prosince 2001*



**A**

*Základní text*



# Východiska, cíle a principy provedení kupónové privatizace

*Dušan Tříška, CD-F*

## ÚVODEM

Předkládaný příspěvek bude asi jen stěží považován za nezájaté, objektivní hodnocení jednoho velkého projektu. Důvodem je samozřejmě to, že autor tohoto příspěvku se na návrhu a realizaci kupónové privatizace (doufá, že významně) podílel a pochopitelně cítí mimořádně silnou odpovědnost za to, jak proběhla, a jaké přinesla důsledky pro další vývoj ekonomiky.

Při vší takto přiznané zaujatosti se autor nicméně poctivě snaží shromáždit poznatky, které by mohly být pro vymezené téma důležité, a které, jak má někdy pocit, někteří již zapoměli a druzí zřejmě ani nikdy neměli. Ne, že by kupónové privatizaci nebylo co vytýkat. Spíš jde o to, že to, zač je často kritizována, jde občas poněkud mimo prostor (střední Evropa) a čas (1990–1992).

Navíc je zřejmé, že i kritik, stejně jako autor, může mít svůj konflikt zájmů, a že ne vždy je připraven se k němu otevřeně přiznat.

## 1. HLEDÁNÍ TRANSFORMAČNÍCH JISTOT

Mnohokrát bylo na nejrůznějších místech konstatováno, že komunistické revoluce vytvořily ve Střední Evropě politicko-ekonomické útvary, jejichž zpětné uvedení do „normálního tvaru“ představuje zřejmě nejkomplikovanější a nejobtížnější společenský proces v historii lidstva. Kromě jiného: protože důsledkem znovuzavedení kapitalismu mělo být nové rozdělení bohatství a moci, kdekdo připomínal, že v historii lidstva existuje málo příkladů, kdy se taková úloha obešla bez vážných společenských střetů.<sup>1</sup>

---

1) Tříška (1991a).

## **1.1 Vítězové a poražení**

### ***1.1.1 Odlišná výchozí pozice***

Bez ohledu na to, jak krvavý boj se měl odehrát, již v roce 1990 bylo všem jasné, že vítězů bude o hodně méně než těch, kdo se budou cítit poraženi. Ani ti nejoptimističtější z nás tedy nemohli vyloučit vznik napětí mezi poraženou většinou s vítěznou menšinou. Bylo více než zřejmé, že jakýkoli transformační výsledek bude vždy považován za nespravedlivý. Například proto, že každá účast na privatizaci není ve skutečnosti ničím jiným než finanční spekulací. A není zcela běžné, aby finanční spekulace sama o sobě dokázala legitimizovat bohatství v očích širší veřejnosti.

V našich podmínkách mohlo být výsledné napětí o to vyšší, o co odlišnější podmínky jednotlivých účastníků transformačního procesu. Hned odpočátku byly hlasitě vyslovovány obavy, že tato individuální „informační vybavenost“ byla přímo úměrná neslušnosti chování těch či oněch spoluobčanů v době totality.

Po úvodním nadšení, které vydrželo několik měsíců, se začal rychle šířit pocit, že minulý režim měl přece jen některé přednosti. Uvědomovali jsme si, že komunismus se nakonec stabilizoval do té míry, že bylo možné naučit se pravidla jeho fungování a nějak v něm žít. Tento režim se ovšem zhroutil, a to zcela zjevně nikoli jako výsledek cíleného snažení jasně definovaných skupin obyvatel. V nově vznikající společnosti zřejmě nebylo ničím cílem přes noc rozbít úplně všechny jistoty dosavadního života. Nikdo neměl v úmyslu sám sebe postavit před otázku, zda a jak se dokážeme zařadit do zcela nových společenských poměrů. Nevyslovenou hypotézou spíš bylo to, že v zásadě postačí, když se „na jejich místa, místo nich, posadíme my“ (ve státních podnicích, v akademii věd, na ministerstvu školství, ve vedení státního filmu...).

Dosavadní školní a rodinná výchova občana připravily na něco úplně jiného než byl demokratický kapitalismus. Naši občané nebyli zejména vycvičeni na to, že pracovní síla je zbožím jako každé jiné a že na trhu práce může být nabídka pracovních sil vyšší než poptávka. Pojem nezaměstnanosti proto znali nanejvýše z novinových titulků. Za těchto okolností měli čelit jevům, které byly zcela mimo jejich dosah. Žádný zaměstnanec a ani jeho vedoucí přeci nedokázali ovlivnit to, že se rozpadnou naše odbytiště v zemích RVHP, že bude zrušena regulace cen a zavedena zcela nová daňová soustava. A právě libovolný z těchto jevů do-

kázal velice snadno převést libovolný dosud prosperující podnik do beznadějně platební neschopnosti. Sebedokonalejší ředitel s tím mohl udělat jen velmi málo.

Jak již bylo naznačeno: všechny takové obtíže by společnost snesla o hodně lépe, kdyby skutečně všichni byli na jedné lodi, kdyby výchozí pozice jednotlivých „hráčů“ byly když ne totožné, tak alespoň srovnatelné, kdyby pravidla nově zaváděné soutěže platila bez rozdílu pro všechny stejně. Tak tomu ovšem, z definice, nebylo a nemohlo být; obtížnost transformačního rébusu spočívala právě tom, že takovou podmínku nelze splnit. A proto všechny nově zakládané obchodní společnosti nebyly již v letech 1990–1991 ničím jiným než podezřelými „akciovkami“. V návaznosti na to, již od samého počátku vznikaly návrhy na ty či ony konfiskace majetku, zavedení milionářské daně a měnové reformy – nově vznikající peněžní prostředky úspěšných podnikatelů byly považovány za stále špinavější.

### ***1.1.2 Jednání v Kroměříži***

Evidentní nespravedlnost nového života tedy spočívala v tom, že ne všichni měli za komunismu stejný přístup ke vzdělání a už jen velice málo spoluobčanů dostalo příležitost navazovat osobní či dokonce obchodní styky se zahraničím, zejména pak s vyspělým, hospodářsky silným a civilizovaným Západem. Ilustrovat je to možné na schopnosti mluvit cizími jazyky – jakoby se je za totality snadněji naučily osoby nevhodného charakteru. Absurdita světa se promítala do obavy, že v podnikání by nakonec měli mít úspěch právě ti, kteří proti svobodnému obchodu celý život bojovali.

Jako bonmot jsme tehdy říkali, že 10 % obyvatelstva hravě uživí zbytek národa, že se však neví, kterých 10 % to je.<sup>2</sup> Nepřítomnost této informace byla vážná zejména proto, že těmto 10-ti % obyvatel bylo nezbytné co nejrychleji „předat“ výrobní prostředky, tedy asi bez ohledu na to, zda si to v nějak definovaném slova smyslu „zaslouží“. Tato otázka se přitom jistě týkala nejen případného kádrování nových domácích podnikatelů, ale i zcela nových jevů souvisejících se vstupem široké škály nejrozličnějších zahraničních investorů (amerických, německých, italských, ruských a běloruských).

Rozměr těchto a jim podobných otázek si dnes už našťastí vybavuje málokdo. Nicméně na tomto místě a pro účely dalšího výkladu připom-

---

2) Viz Tříška (1991b)

meňme, že v průběhu roku 1990 se, zřejmě v důsledku uvedených obav o spravedlnost budoucího vývoje, rychle začala prosazovat extrémně nebezpečná teze o tom, že pokud by se měla nějaká privatizace vůbec provádět, tak pokud možno jen nějaká „malá“, a „do rukou zaměstnanců“.

Protože za touto myšlenkou stál i pan prezident (tehdejšího Československa), bylo na toto téma svoláno mimořádné společné jednání tohoto prezidenta a všech tří vlád (!) (Kroměříž, 27.zář 1990). Nikdy před tím a ani nikdy po tom se takové monstrózní setkání u nás neuskutečnilo. Desítky účastníků tohoto jednání pak mohou doložit, že skutečně jediným tématem tohoto jednání byla tzv. předkupní práva zaměstnanců provozních jednotek vstupujících do tzv. malé privatizace.

Pro vykreslení paradoxů tehdejší doby a našich všeobjímajících nejistot snad poslouží výsledek tohoto jednání (asi o měsíc později promítnutý do zákona č. 427/1991 Sb., o převodu vlastnictví státu k některým věcem na jiné právnické osoby): Pan prezident byl sice přehlasován, ale především díky slovenské vládě (zejména jejímu předsedovi Mečiarovi) a přes to, že na straně prezidenta hlasoval i tehdejší český privatizační ministr Ježek. A co víc, mimořádně pozitivní roli v tomto vskutku klíčovém střetu sehrál pan Marian Čalfa.

### **1.1.3 Společně na startu**

Při vši zjevné nemožnosti výše uvedený problém vyřešit, byla kupónová privatizace (dále ji též někdy označujeme jako „KP“) alespoň pokusem výchozí podmínky na startu poněkud srovnat. Z uvedeného hlediska hrály roli zejména tyto faktory:

- KP ukázala, že privatizace tu není jen pro někoho – zejména ne pouze pro domácí či zahraniční „zbohatlíky“. Kupónové privatizace se mohl zúčastnit každý, kdo o to projevil zájem. Nikdo tedy nebyl diskriminován ani z důvodu nedostatku vzdělání (které mu předchozí poměry například nedovolily získat), ani nedostatku peněz (které, zejména pokud byly domácího původu, byly na počátku devadesátých let vždy považovány za „špinavé“).
- Zásadní význam měla i rychlost KP. Byli jsme přesvědčeni, že čím dříve a rychleji bude (jakákoli) privatizace zahájena, tím rovnější bude postavení jejich účastníků co do jejich informovanosti ohledně privatizovaného majetku. Důvodem bylo především to, že například v roce 1990 nemohl mít důvěryhodnou informaci o hodnotě privatizovaných podniků v zásadě nikdo.

## 1.2 Tvorba nových institucí

### 1.2.1 Typy institucionálních reforem

Na přelomu let 1989 a 1990 mnozí analytici dokazovali, že transformační úsilí svou marností připomíná pokusy vytvořit akvárium z rybí polévky, či vajíčko (včetně skořápky) z vaječné omelety. Návazně na to mnozí z nás spatřovali v této téměř dokonalé ireverzibilitě komunismu jeho hlavní zločinnost. Za podstatu spáchaného zločinu jsme totiž považovali především rozbití institucí (institucionálního rámce), jejichž prostřednictvím je vyspělost společnosti reprezentována. Zničit takové instituce lze často přes noc, vybudovat je znovu pak může trvat dlouhé generace, pokud se to kdy podaří.

Za hlavní nástroj institucionální destrukce lze s jistotou označit znárodnění, tj. postátnění celého společenského života – ekonomiky, kultury, politiky, církve, sportu. Omezíme-li se na ekonomiku, pak největší škoda byla spáchána likvidací fenoménu soukromého (jakého jiného?) vlastnictví a soukromého (jakého jiného?) podnikání. Na začátku devadesátých let nám docela určitě ze všeho nejvíc chyběla postava úspěšného, pracovitěho a čestného kapitalisty. Právě tuto instituci bylo třeba znovu vytvořit. Jak obtížné to je, se přesvědčujeme i dnes (na podzim roku 2001).

Z jistého hlediska bylo možné se poučit z toho, jak byla institucionální „reforma“ organizována za tzv. reálného socialismu, tj. zejména v letech 1948–1962:

- některé instituce byly zcela zrušeny, například Agrární strana, Sokol, burza cenných papírů, společnosti s ručením omezeným, kolektivní investování ...
- jiné sice zrušeny nebyly, ale byl pro ně stanoven jiný obsah – parlament, Strana lidová, soukromé vlastnictví, banky, soudy ...

Obdobné procesy lze jistě pozorovat, byť mnohdy v inverzním provedení, při pokusech o obnovu kapitalismu. I zde probíhá rušení některých zděděných institucí, zatímco jiné jsou „restrukturalizovány“. Podobné je i to, že stejně jako při budování socialismu, v některých případech lze provést příslušná opatření rychle (téměř okamžitě bylo možné zrušit SPK a RVHP), zatímco o jiných procesech se již na jaře 1990 vědělo, že jsou složitější a budou trvat netolerovatelně dlouho (zavedení konzistentního právního řádu a zejména pak dosažení jeho efektivní vynutitelnosti).

Rovněž pro Československo počátku devadesátých let tedy nepochybně platilo, že bourat je za všech okolností jednodušší než stavět.

## **1.2.2 Transformační instituce**

Poznámku věnujme i zvláštním subjektům, které měly sloužit jako jednorázový nástroj pro vyřešení konkrétního problému. Máme zde na mysli nejen Úřad pro vyšetřování zločinů komunismu, ale zejména Konsolidační banku/agenturu a Fond národního majetku (dále je budeme někdy též označovat jako „FNM“).

Je třeba zdůraznit především to, že již při zakládání těchto subjektů se myslelo na jejich budoucí rušení. I u nás se ovšem prokázalo, jak může být obtížné se takových institucí zbavit. Všechny mají silnou tendenci zbytnět, v tom lepším případě si pro sebe hledají další a další úkoly, v tom horším případě pak systematicky brání vyřešení toho, proč byly založeny. O některých projevech tohoto typu budeme mluvit v samostatném oddílu o FNM.

## **1.3 Spontánnost vývoje**

### **1.3.1 Řiditelnost procesů**

Ti, kteří byli naladěni spíš konstruktivně a optimisticky, vlévali ostatním krev do žil předpokladem, že transformační rébus přec jen může mít nějaké řešení, pokud ovšem společnost pochopí, že každé takové řešení bude nutně bolet. Cílem každé politiky proto bylo spíše náklady transformace minimalizovat, než se jim zcela vyhnout; za čirý nesmysl se považovaly pokusy na transformačním (například privatizačním – viz dále) procesu vydělat.

Od prvních chvil bylo ovšem rovněž nade vší pochybnost jasně to, že jakkoli malé budou transformační náklady, v konečném účtu budou vždy veřejností považovány za nepřiměřeně vysoké. Ten, kdo tvořil politiku té doby, tedy bezpečně věděl, že jde s kůží na trh, že svou hlavu pokládá na špalek. Věděl i to, že useknou mu ji budou nejspíš chtít především ti, kdo jej nejvíc vyzývali k odvaze!

V rámci předloženého úkolu minimalizovat transformační náklady, se vynořovalo hned několik fundamentálních otázek – jedna z nich však byla zcela jistě nejfundamentálnější: Do jaké míry má (může mít) vláda celý proces pod kontrolou?<sup>3</sup>

Jinak řečeno je třeba se ptát: Co je mocensky „ovladatelné“, a co bude za všech okolností spontánním procesem, tj. často nahodilou výslednicí nejrůznějších sil a zájmů? Jak daleko může sahat naše sociálně inženýr-

---

3) Viz Klaus (1994a).



ská ambice? Do jaké míry je jakákoli vláda schopna jednotlivá transformační opatření řídit a správně časovat? Na jaké impulsy společnosti je třeba reagovat hned a které je možné ponechat dalšímu vývoji? Je například možné zahájit privatizaci před deregulací cen? Lze naše státní podniky privatizovat v prostředí, které nemá obchodní zákoník?

### **1.3.2 Neschopnost vlády**

Na příkladu privatizace lze dostatečně zřetelně ilustrovat záludnost řešeného problému: Vláda, která nedokáže řídit podniky, se má ujmout úkolu nekonečně těžšího – tyto podniky privatizovat. Neboli, pokud by se náhodou vládě privatizační manévr podařil, neprokázala by tím náhodou schopnosti řádného hospodáře? A co je ještě závažnější, pokud by se tento manévr podařil, co si s takovou vládou počít „den poté“? Jak naložit s její arogantní sebedůvěrou? Jak jí zbavit síly, které takto nabyla, a kterou je nepochybně připravena dříve nebo později zneužít?

Všechny tyto otázky kladou mimořádné nároky na úroveň demokratického prostředí. Ale i to se teprve tvoří, a co víc: v demokratické společnosti není tak docela košer vládě nějaké zásluhy přiznávat, a to v zásadě bez ohledu na to, zda by si to náhodou třeba někdy nezasloužila. Dnes již víme, že v zásadě libovolný výsledek veřejné zakázky bude vždy nevyhnutelně zpochybněn. Důvod je zřejmý: vláda nikdy nebude v pozici soukromého podnikatele, jehož soukromou věcí je například cena, kterou se dohodl zaplatit, nebo kterou má na základě smlouvy získat.

Je-li tedy v roli kupujícího, či prodávajícího stát, jde o problém veřejný a je tedy přinejmenším věcí cti opozičních politiků každou takovou smlouvu zpochybnit – zejména pak jsou-li k tomu navedeni těmi, kdo při zadávání veřejné zakázky neuspěli. Tento princip je jistě zdravý, a pochopitelně slouží obecně prospěšnému účelu. Chtělo by se jen dodat, že podmínky tohoto pozitivního efektu jsou přinejmenším dvě – že stát je dostatečně malý (význam jeho ekonomického rozhodování je pokud možno zanedbatelný), a že by navíc neměl současně řešit své základní institucionální problémy.

Zbytečné je již asi opakovat, že žádná z těchto podmínek, přinejmenším v období raného post-komunismu, neplatila.

### **1.3.3 Podniky na zelené louce**

Vrátíme-li se k privatizačnímu problému, lze výše uvedené otázky zformulovat i takto: Má vůbec smysl předpokládat, že nějaká část „nové společnosti“ vznikne transformací existujících institucí (státních podniků, di-

vadel, ministerstev, politických stran ...)? Neměli bychom spíš pouze vytvořit podmínky pro to, aby vznikaly zcela nové instituce, a to pokud možno spontánně a na zelené louce?

Právě tak je vymezen (dávno zapomenutý) problém propojení dvou privatizací, té „shora dolů“ (státem řízené) a privatizace „zdola nahoru“ (spontánní). Jedno extrémní stanovisko tehdy říkalo, že jediným legitimním cílem privatizace státních podniků může být vytváření prostoru („zelené louky“) pro spontánní vznik zcela nových podniků a podnikatelů. Tyto argumenty se opíraly, kromě jiného, o ty výsledky analýz, na jejich základě bylo v roce 1990 až 80 % našich podniků „technicky“ v bankrotu, či v situaci, za jaké by těmto podnikům žádná racionálně kalkulující banka nepůjčila ani jeden dolar, ani na jeden den.

### ***1.3.4 Spontánnost KP***

Ještě se na více místech zmíníme, že (státem řízená) kupónová privatizace kromě jiného často otevírala prostor pro ostatní metody privatizace a zejména pak pro spontánní vznik nových podnikatelských subjektů. V této souvislosti se v dalším budeme poněkud podrobněji zabývat některými původními návrhy na funkce, jež měly v KP plnit tzv. investiční privatizační fondy (dále též „IPF“) a co z toho zbylo po následném zavedení jejich regulace.

Především však zdůrazníme možnost volby, kterou měl každý DIK mezi přímou investicí (do privatizovaného podniku) a nepřímým využitím služeb některého IPF-u.

Zvláštní pozornost pak budeme věnovat spontánnosti, s jakou KP poskytl (jako svůj vedlejší produkt) první ocenění privatizovaného majetku. Samozřejmě se nevyhneme ani spontánnosti, s jakou proběhla tolik kritizovaná sekundární restrukturalizace vlastnictví („třetí vlna privatizace“).

## **1.4 Privatizační výnosy a náklady**

### ***1.4.1 Privatizace na Západě***

V souvislosti s institucionálními aspekty transformace se již první vládní materiály z dubna 1990 zabývaly privatizačními výnosy. Bylo zde zdůrazněno, že vytvoření nových institucí bude „něco stát“ a že v žádném případě nelze očekávat, že díky jejich tvorbě (například cestou privatizace) může stát získat peněžní prostředky do státního rozpočtu.

Bylo zřejmé, že uvedená skutečnost je možná nejvýraznější odlišností mezi post-komunistickou privatizací a tím, jak se privatizovalo v západ-

ních zemích.<sup>4</sup> Zopakujme tedy, že privatizační zkušenosti například Velká Británie nebylo vždy možné beze zbytku převzít například proto, že ona při privatizaci (a prostřednictvím ní) nemusela řešit žádný fundamentální institucionální problém, mohla si proto například dovolit uvažovat i o maximalizaci privatizačních výnosů.

### **1.4.2 Bezplatná privatizace**

Těžko se to dnes říká, ale za nepochopení základních privatizačních východisek bylo tehdy třeba považovat oslavy vysoké výnosnosti prvních aukcí v tzv. malé privatizaci. Nešlo jen o očekávanou nízkou platební morálku privatizátora, ale zejména o to, že ekonomice té doby mohla postava „zadluženého podnikatele“ velice uškodit.

Pokud se dnes banky nechávají slyšet, že byly pod politickým tlakem půjčovat peníze na privatizaci, pak zjevně nepochopily její základní smysl. Příkladně do roku 1994 totiž nemohlo být jejím cílem vydělat státu peníze, ale „pouze“ změnit (lépe řečeno ustavit) vlastnictví.

Je asi zbytečné zdůrazňovat, že právě kupónová privatizace byla důslednou realizací uvedených, všude deklarovaných idejí. Privatizace jako zdroj rozpočtových příjmů se mohla stát zajímavá až později. I potom však tento cíl narazil na mnohá úskalí – dále se zmíníme o dvou z nich.

### **1.4.3 Ocenění majetku**

Především je třeba připomenout, že hodnota privatizovaného podniku je vždy a za všech okolností „jedním velkým tajemstvím“, což lze doložit na počtu metodik, jež jsou pro uvedené účely běžně používány. V zásadě každý příslušně motivovaný účetní umí o libovolném podniku prokázat, že má hodnotu nulovou, či (je-li to nutné) třeba i zápornou. O více než deset let později tento jev v přímém přenosu vidíme na ex post (!) oceňování znárodněné a pak hned privatizované banky IPB. Na počátku devadesátých let tato zkušenost sice chyběla, nicméně elementární poučky ekonomické teorie byly mimořádně silným varováním.

Předpokládejme nicméně, že je (tak či onak, tou či onou metodou) pro privatizovaný podnik stanovena záporná cena. V takovém případě je to vláda, kdo má novému majiteli zaplatit za to, že se podniku ujme. Všichni chápeme, že takový postup je politicky neschůdný. Jakoby přirozenou reakcí vlády je tedy tzv. finanční restrukturalizace privatizovaného pod-

---

4) Viz Klaus (1993).

niku, jeho sanace či oddlužení. Náklady na tuto sanaci se pak, z důvodů, které jsou standardnímu ekonomu zcela nepochopitelné, do celé privatizační transakce nezahrnou.

Jak je toto téma všeobecně známé,<sup>5</sup> tak je privatizační praxí ignorované. Dokonce ani dnes se v zásadě nemluví o tom, že sanační kúrou prošel i AZNP Mladá Boleslav – tak, aby firma VW mohla vstoupit do speciálně vytvořené, „dobré“ části podniku, zatímco tu zbývající, „špatnou“ část AZNP si stát ponechal. Povzbudivé je snad to, že uvedenou intriku naše média postupně začínají chápat a v některých případech již začala o něco lépe interpretovat částky, které vláda v letech 2000 a 2001 nominálně utržila za Českou spořitelnu a Komerční banku.

#### **1.4.4 Poradenství**

Další překážkou pro to, aby se privatizace stala snadným zdrojem rozpočtových příjmů, je samozřejmě i to, že stát nikdy nemůže mít žádnou technickou dovednost, jak svůj majetek prodat. Příkladně v letech 1990–1992 tuto dovednost nemohl mít ani žádný jiný domácí podnikatel. Obchodování s tímto typem komodit se v komunistickém Československu v žádném případě neprovozovalo, a to ani v tom nejmenším rozsahu.

Uvedená skutečnost stát nutí k tomu, aby se zaštitily kaskádou zahraničních poradenských firem. O kaskádě zde mluvíme proto, že ta první radí, jak vybrat tu druhou a až ta poslední radí, jak vybrat konečného investora.

Na každou z těchto firem je ovšem třeba vypsát výběrové řízení, které ovšem organizuje zase nějaký poradce, který, samozřejmě, musí sám projít nějakým výběrovým řízením. To vše má na starosti k tomu určený poradce. Transakční náklady privatizace jsou přímo úměrné, jak jinak, výši ceny, kterou si za své služby účtují jednotliví poradci. Struktura této ceny pak odráží to, že každá z uvedených firem vynaloží značné náklady na svůj „marketing“ a jistě též i lobbying, na jehož základě má být zakázka získána.

Neříjenná situace pak vzniká v případě, kdy vítězná firma zjistí, že cena, která jí bude za poradenské služby zaplácena, pokryje právě tak náklady na získání příslušné zakázky.<sup>6</sup> Tak či onak, to co má být poradenským firmám zapláceno, je snadno větší částka, než která se má zís-

---

5) Viz Klaus (1991).

6) Viz autorovi nepublikované zkušenosti z účasti na některých mezinárodních „tendrech“.

kat konečným prodejem. I tuto politicky nepříjemnou bilanci lze jistě zachránit, opět pomocí finanční restrukturalizace privatizovaného podniku, jak o ní bylo hovořeno výše.

### **1.4.5 Náklady na KP**

Mnohokrát bylo na nejrůznějších místech konstatováno (například autorem tohoto příspěvku), že z čistě účetně auditorského hlediska není na světě bláznivější činnosti než privatizace.

Kupónová privatizace v uvedeném smyslu vše jakoby obrací vzhůru nohama. Její základní předností je především to, že ocenění podniku je výsledkem, nikoli předpokladem privatizačního procesu. Ještě bude vícekrát opakováno, že toto obrácené pořadí kroků je zcela zásadní v případě, kdy privatizovány jsou nikoli desítky (jako ve Velké Británii), ale doslova tisíce podniků.

Zcela nové je i to, že stát se v případě KP stává monopolním vlastníkem know-how jak prodávat majetek. Armády poradců (viz další výklad) zůstávají zkoprnělí úžasem, neboť jejich „dovednosti“ ztrácí jakýkoli význam – jsou to oni, kdo se musí přizpůsobit vládní politice. Není tedy náhodou, že s odstupem času se tyto v lobbismu vycvičené armády držitelů hodností MBA chopí své příležitosti a těm, kteří je připravili o práci, to vrátí i s úroky.

Poslední poznámka na tomto místě říká, že například první vlna kupónové privatizace skončila čistým výnosem 6 mld. Kč.

## **1.5 Fond národního majetku**

V tomto příspěvku rozlišujeme opozici, kterou měla KP „zleva“ a „zprava“. Ta levicová se snažila do celého procesu vtěsnat celonárodní „holding“ – Fond národního majetku. Opřít se při těchto snahách mohla jednak o některé názory Jana Švejnara (viz dále), ale i o Treuhand Anstalt, který privatizaci organizoval na území bývalého NDR.

### **1.5.1 Vznik FNM**

Tak vznikl spor, který lze v institucionálních termínech označit jako „ministerstvo versus FNM“. Teze, že privatizace se má svěřit do kompetence státní správy, byla nejsilněji reprezentovaná zejména tím, že již 1. dubna 1990 byl na Federálním ministerstvu financí (dále též „FMF“) zřízen tzv. Úřad pro správu národního majetku a jeho privatizaci.

Tato snaha ovšem byla zastavena hned v zárodku především tím, že všechny majetkové kompetence byly záhy převedeny z federální vlády

na vlády republikové. Tak vznikla dvě privatizační ministerstva – české (v čele s Tomášem Ježkem) a slovenské (vedl je Augustin Marian Húska). Aby věci nebyly příliš jednoduché, byly dále založeny tři fondy národního majetku – federální, český a slovenský. Hybridnost tohoto řešení byla dále zvýšena odlišnými způsoby nominace osob do prezidií těchto fondů.

Nebylo pochyb, že skutečným cílem takto komplikované organizační struktury bylo vytvořit filtr, jímž by žádná skutečná privatizace (snad kromě té malé a zaměstnanecké) nemohla projít. Protiútok privatizátorů sestával ze tří manévřů, z nichž všechny byly realizovány pomocí kupónová privatizace:

- projekt KP byl rozdělen na tzv. poptávkovou stranu (tj. vydávání a distribuci kupónů) a nabídkovou stranu (sestavení seznamu podniků a jejich přeměna na akciové společnosti) s tím, že tyto funkce byly rozděleny mezi FMF a privatizační ministerstva (viz dále),
- fondům národního majetku byla přidělena maximálně pasivní funkce: nic nerozhodovaly, privatizovaný majetek jimi měl pouze „protékat“,
- aby se v těchto fondech skutečně nic nezachytilo, bylo navrženo, aby podniky jdoucí do KP zde byly privatizovány metodou „97 + 3“, tj. rozdělení 97 % akcií na kupóny a zbývající 3 % akcií do Restitučního privatizačního fondu.

Na jiném místě tohoto sborníku je ukázáno, že tato snaha byla úspěšná pouze ve velmi omezeném rozsahu. Poté, co v majetku FNM zůstala značná část akcií, jako marný se ukázal i pokus o „sterilizaci“ jeho hlasovacích práv. FNM se tak stal časovanou bombou české politické scény. (Na Slovensku tato bomba reálně explodovala v polovině devadesátých let.)

### **1.5.2 Další vývoj**

Po vzniku FNM byl jeho další život ovlivňován zejména těmito událostmi:

- do čela FNM byla ustavena osobnost formátu Tomáše Ježka, která v té době dodala FNM zcela nepřiměřenou autoritu,
- FNM se stal členem pražské burzy,
- FNM byl aktivní na půdě tzv. bankovní trojky (ČNB, MF a FNM), která, kromě jiného, zasáhla proti minoritnímu akcionáři v ČS – tenkrát to byl V. Kožený. Očití svědkové dokládají, že to nebyl první ani poslední případ útoků FNM proti minoritním akcionářům.

Při diskusích v letech 1995–96 zda zrušit FNM, či privatizační ministerstvo, pak téměř nikdo neváhal, že zrušeno bude ministerstvo. (Viz zákon č. 135/1996 Sb., kterým se provádějí některá opatření v soustavě ústředních orgánů státní správy České republiky.)

FNM lze považovat za nejvýznamnější institucionální hrubku celého privatizačního, a snad i transformačního procesu. Magická síla FNM se projevuje tím, že ve zdraví přežívá až do dnešních dnů (podzim 2001).

Autor tohoto příspěvku považuje přetrvávající existenci FNM za poměrně spolehlivý indikátor toho, že ještě nejsme standardní společností – v té totiž žádné transformační instituce, a tedy ani FNM nemají co dělat.

## **1.6 Vývoj právního řádu**

### **1.6.1 Výchozí právní normy**

Zopakujme, že na rozdíl od například Maďarska a Polska neexistovala v bývalém socialistickém Československu v zásadě žádná zákonná úprava podnikání. Málo se tedy ví, že komunistické Maďarsko mělo svůj obchodní zákoník a že dokonce přijalo privatizační zákon (za vlády Miklose Nemetha a za přispění Lajose Bokrose, pozdějšího, již porevolučního ministra financí).

U nás byly teprve na jaře 1990, v bezprecedentně revolučních podmínkách, vypracovány dvě primitivní právní normy – zákon o akciových společnostech č. 104/1990 Sb. a zákon o soukromém podnikání občanů č. 104/1990 Sb. (který *de facto* pouze konstatoval, že soukromě podnikat nadále není trestným činem).

V téže době byly na Úřadu vlády ČSFR zahájeny práce na Obchodním zákoníku (dále též „ObZ“), které pak trvaly skoro dva roky s tím, že ObZ nabyl účinnosti dne 1.1.1992. Stojí za poznámku, že skupina, která pracovala na ObZ, neměla téměř žádné ideové a personální spojení se skupinami, které tvořily například zákony privatizační, daňové a účetní. Zodpovědně lze říci, že mezi autory ObZ nebyl ani jeden ekonom a že tato norma byla pojímána jako čistě legislativní, jistě nikoli ekonomický dokument. Možná, že řešila některé problémy soudů (i když i o tom lze pochybovat), zcela jistě však nebrala ohled na potřeby ekonomiky a podnikatelů. Další verze této normy ovšem výchozí stav pouze zhoršovaly.

Zde však chceme především zdůraznit, že v letech 1990–1992 byla ekonomická transformace realizována v prostředí, které bylo *de facto* právním vakuem. Nepřekvapí tedy, že mezi obvyklá doporučení, která vláda

z nejrůznějších stran dostávala, patřilo i to, že Československo má nejdříve vytvořit právní rámec a až poté zahájit privatizaci.

### **1.6.2 Legislativní koridor**

Uvedeného doporučení se samozřejmě chytili všichni zapřísáhlí odpůrci privatizace, neboť zejména oni okamžitě pochopili jeho nerealizovatelnost. Nebylo tedy na začátku 90. let banálnějšího útoku proti privatizaci, než zdůrazňování naší údajné legislativní nepřipravenosti na prudký nástup soukromého sektoru. Tyto útoky se přitom skrývaly za hesla (na první pohled ušlechtilá) o boji proti praní špinavých peněz, konfliktů zájmů, výprodeji do zahraničí a nomenklaturně mafiánským spiknutím.

Zdrcující na tom všem je jistě to, že všechny tyto argumenty lze jen těžko popřít. Bohužel, jediné, co lze s nim dělat, je to, že se veškerá vládní aktivita pozdrží – a ani to není vždy možné. Opět je třeba připomenout, že ekonomická transformace má své spontánní složky a že pouze bláhovec by se pokoušel jim bránit.<sup>7</sup>

Pro Československo se nakonec podařilo vybojovat tzv. minimální legislativní koridor. Jeho základní součástí se stal tzv. transformační zákon (zákon č. 92/1991 Sb., o převodu majetku státu na jiné osoby) a jeho vysoce flexibilní koncepce tzv. privatizačního projektu. (Pro pochopení legislativního vývoje u nás má zásadní význam to, že tento privatizační zákony nabyly účinnosti zhruba o rok dříve než ObZ.

Jak již bylo naznačeno, tento „útěk před právníky“ má hned několik vážných rizik a z hlediska vlády je vskutku sebevražedný. Nebezpečí je především v tom, že:

- politicky je vláda v daleko těžší situaci ohledně „obhajoby“ všech případných a nutně vznikajících transformační „nehod“; není politicky jednoduché vyslovit jinak nekonečně triviální myšlenku, že vznik problémů se při tak velké akci předpokládá,
- je téměř nemožné okamžitě rozlišit, která z „nehod“ je skutečně systematická, tj. odůvodňuje příslušné institucionální přizpůsobení – změnu zákona, založení nového úřadu, samostatné složky policie, ...

Vrátíme-li se k hlavnímu tématu – pak nemůže být pochyb o tom, že kupónová privatizace, přinejmenším její distribuční část, je vůči nedostatkům v legislativně mimořádně odolná. Například připomeňme mimořádnou transparentnost celého procesu vycházející zejména z toho, že pri-

---

7) Viz Frydman, Rapaczynski, Earle (1993), Frydman, Rapaczynski (1994).



vatizované podniky není třeba předem oceňovat, a dále pak z mimořádné průhlednosti postupu jednotlivých privatizačních kol (viz dále). Za mimořádně důležité lze rovněž považovat ten fakt, že akcie se novým akcionářům předávají až po skončení celé privatizační vlny. Vzniká tak časový prostor na případné opravy chyb a omylů.

### **1.6.3 Transformační pasti**

Příprava právního rámce, byť by měla obnášet pouze čekání na účinnost ObZ, by hrozila tím, že vláda padne do transformační pasti. Důvodem je časová prodleva, ve které:

- získávají čas konkurenti architektů transformace (z řad jejich politických soupeřů) a oponenti (z řad každým dnem silnější podnikatelské lobby, zejména té zahraniční),
- dochází elán architektů transformace – zejména v důsledku hlubšího porozumění rizikům, před nimiž stojí (kriminalizace privatizátorů je tím nejjednodušším politickým trikem).

## **1.7 Privatizační nehody**

### **1.7.1 Perverzní charakter privatizace**

Navážeme na předchozí výklad tím, že neutěšený (jaký jiný?) stav legislativně právního prostředí samozřejmě nahrává těm, kteří na privatizaci útočí pomocí privatizačních nehod a skandálů. Opakovaně budeme zdůrazňovat, že jejich přítomnost je ovšem již v prvních vládních materiálech považována za něco, co k privatizaci nerozlučně patří, co v zásadě indikuje to, že proces skutečně probíhá.

Každý skandál sice silně ohrožuje své individuální aktéry, z obecného hlediska je však mimořádně pozitivním signálem o tom, že se něco skutečně děje, že se věci hýbou vpřed. (Bohužel, skandálním se nikdy nestane ministr tím, že trapně přešlapuje na místě.)

Příčinou těchto skandálů je (mnohokrát připomínaná) vnitřní rozpornost samotné privatizace: Stát je nucen konat něco, co mu z principiálních důvodů nepřísluší. Přirozeným stavem věcí je, když svůj majetek prodává skutečný, tj. soukromý vlastník tohoto majetku. Z povahy soukromého vlastnictví pak vyplývá, že takový prodávající je například nepodplatitelný. Prodá-li soukromý vlastník svůj majetek výhodně nebo naopak nevýhodně, je jeho soukromá věc.

Privatizace je, nepochybně, věcí veřejnou. Absurdnost je v tom, že zároveň jde o soukromoprávní transakci. Tento rozpor nemá žádné rozum-

né řešení a z historie je známo ne zrovna málo zcela nevinných obětí tohoto rozporu. Z hlediska možné korupce je totiž veřejností velice intenzívně vnímáno, že soukromý vlastník a státní zaměstnanec jsou v přesně opačné situaci, a že nic není snadnějšího než podplatit zástupce státu.

### **1.7.2 *Nebody kupónové privatizace***

V zásadě lze říci, že těch privatizačních nehod bylo, s ohledem na okolnosti, méně, než jsme se obávali. Navíc je pak prokázáno, že korupce je při kupónové privatizaci pojmově vyloučena.

Díky mimořádně rozsáhlé investigativní aktivitě nejen policie, ale i médií jsme se v souvislosti se zatčením ředitele Centra kupónové privatizace (1. 11. 1994) mohli přesvědčit, že způsob, kterým byla jednotlivá privatizační kola provedena, byl navržen tak, že jej nebylo možné nijak zneužít. Garance byla zejména v tom, že jakékoli proniknutí do systému (samo o sobě nemožné), nemělo pro narušitele žádnou hodnotu – žádná informace, kterou by takto získal, mu nemohla v ničem pomoci.

To, co je kupónové privatizaci někdy vyčítáno, se týká postupů některých osob po jejím dokončení – na tzv. sekundárním trhu. Analýza těchto jevů je rovněž zajímavá, nicméně poněkud by již vybočila z tématu tohoto sborníku.

## **1.8 *Zahraniční poradenství***

### **1.8.1 *Mezinárodní instituce***

Na jaře 1990 jsme si od vstupu do mezinárodních finančních institucí (Světová banka, MMF, IFC) slibovali zejména tzv. technickou asistenci, tj. zejména přístup k zásobárně univerzálních zkušeností s řešením problémů, před nimiž jsme stáli (ten privatizační byl jeden z nich).

Co se týče poptávkové strany kupónová privatizace připravované na Federálním ministerstvu financí, průběžné konzultace probíhaly zejména s se zástupci Světové banky, na jejíž půdě vznikaly v té době desítky studií.<sup>8</sup>

Z mnoha dalších nadnárodních institucí zde zmíním *Central and Eastern Privatization Network* („CEEPN“), který jsme shodou okolností pomáhali založit se sídlem ve slovinské Lublani. Domnívám se, že tato organizace reprezentovala optimální prostředí, kde mohly v relativním klidu (počátku devadesátých let) probíhat debaty o faktickém postupu

---

8) Jistý souhrn těchto prací reprezentují studie Shafik (1993, 1994).

privatizace v ostatních post-komunistických zemích, zejména Slovinsku, Maďarsku a Polsku.

Z pohledu autora tohoto příspěvku byla CEEPN tou nejlepší laboratoří pro rozlišování výchozích podmínek v jednotlivých státech a pro pochopení někdy až neuvěřitelné odlišnosti politik, které pro transformaci zvolily.<sup>9</sup>

### **1.8.2 Komerční poradci**

O zahraničních poradcích bylo již hovořeno. Zde tedy připomeňme, že západní vyspělé ekonomiky (zejména Velká Británie) prožily svou privatizační horečku v sedmdesátých a osmdesátých letech. Tento proces na Západě zanechal svoji stopu kromě jiného v podobě firem, které se na privatizační aktivity specializovaly a jejichž přirozeným zájmem bylo tuto svoji nově získanou odbornost exportovat tam, kde jí bylo na počátku let devadesátých podle jejich názoru potřeba nejvíce – do tranzitivních, tj. post-komunistických zemí.

Tato jejich snaha ovšem narážela přinejmenším na tyto dvě základní překážky. První spočívala v tom, že rozsah majetku určeného pro privatizaci byl v Československu (a stejně tak v jiných post-komunistických zemích) podstatně větší, než tomu bylo v libovolné západní zemi.

Za druhé, často bylo obtížné vývozcům západního privatizačního know-how vysvětlit, že problém každé post-komunistické země je převážně institucionálního rázu (viz výše) a že realizace jejich návrhů, většínou mlčky, předpokládá využití takových služeb, jejichž vytvoření má být teprve výsledkem transformačního procesu. Jen těžko jsme jim například vysvětlovali, že naše banky jsou bankami často jen podle jména a že burzu cenných papírů nemáme – například proto, že u nás (píše se rok 1991!) neexistuje jediný veřejně obchodovatelný cenný papír.

### **1.8.3 Know-How Fund**

Co se týče kupónové privatizace, již v září 1990 byla na Federální ministerstvo financí umístěna poradenská jednotka, jejíž činnost garantoval a finančně hradil Know How Fund vlády Velké Británie.

Složení tohoto týmu bylo velice reprezentativní, neboť do něj patřili zástupci firem Ernst and Young (ekonomie a účetnictví), Denton Hall (právní řád), Schroeders (bankovníctví). Alespoň tři jejich pracovníci byli na

---

9) Sborníky vydávané na půdě CEEPN, viz např. Simoneti, Tříška (1994), byly významným příkladem „east-to-east“ transferu privatizačních dovedností.

plný úvazek stále přítomni v sekretariátu ministra, všechny naše pracovní materiály byly průběžně překládány do angličtiny a uvedenými poradci oponovány.

Říkám to zde zejména proto, abych zdůraznil zodpovědnost, s jakou byl projekt KP připravován a mimořádná pozornost, která byla věnována zkušenostem expertů, kteří se privatizací zabývali ve Velké Británii. S nimi zejména byly podrobně konzultovány charakteristiky prostředí, ve kterém měla být privatizace provedena.

## **1.9 Restituce**

### ***1.9.1 Restituční zákon***

Již bylo řečeno, že každá privatizace je především (ne-li výhradně) velice horké politikum. Zde se pokusíme politické aspekty privatizace rozlišit podle toho, zda jde o proces ideologicky podmíněný nebo naopak ideologicky neutrální.<sup>10</sup>

Ideologicky vzato musela privatizace odolávat útokům zleva i zprava. Z levé části politického spektra přicházely útoky od socializujících ekonomů. Zprava byla privatizace ohrožována restitučními fundamentalisty.

Je tedy dalším paradoxem doby, že smrtelným nebezpečím se pro naši privatizaci staly některé útoky „zprava“. Pod zjevně bohulibým praporem nápravy majetkových křivd byl konstituován velice principiální restituční problém. Nejvýznamnějším impulsem zde byl tzv. malý restituční zákon č. 403/1990 Sb., o zmírnění následků některých majetkových křivd (s účinností od 1.listopadu 1990).

Je historickou skutečností, že dne 5. února 1991 se zástupci vlády dostavili do Federálního shromáždění, kde měl být v (již v plénu, tj. po projednání ve výborech) projednán zákon o velké privatizaci. Přítomní poslanci ovšem odmítli jednat s tím, že nejdříve musí vláda předložit zákon restituční, tj. zákon, který měl vyřešit otázku, která byla ve své podstatě nekonečně obtížnější.

Za jeden z mnoha zázraků té doby pak lze jistě považovat to, že již dne 21.března 1991 byl příslušný restituční zákon přijat. V tomto světě pak musí i zarytí odpůrci restitucí (patří mezi ně autor tohoto příspěvku) uznat, že politická legitimita následného privatizačního procesu byla ne-

---

10) Viz Tříška (1992).

pochybně umocněna i tím, že Československo, jako jediná post-komunistická země, svůj restituční problém explicitně zformulovalo a (jakkoli nedokonale) uzavřelo.

### **1.9.2 Kupóny a restituce**

Zejména na Slovensku byl silně prosazován názor, že kupóny jsou prostředkem, na jehož základě má být obyvatelstvo odškodněna za újmu způsobenou komunismem. (Protagonistou tohoto postoje byl již zmíněný ministr Húška.)

V souvislosti s tím, jak jinak, vznikaly návrhy na ty či ony klasifikace obyvatel a diferencovaný rozsah jejich účasti na celém projektu. Zatímco někteří byli zcela vylučováni, jiným měla být navíc přidělována zvláštní porce kupónů. Nebezpečí takových návrhů spočívalo zejména v následujícím:

- debaty ohledně vymezení výše uvedených kategorií jsou toho typu, že v zásadě nemají žádný rozumný konec,
- pokud by došlo k dohodě ohledně klasifikace, celý projekt by jistě ohrozily administrativní komplikace s prokazováním, kdo do které skupiny patří,
- prosazení principu zásluhovosti by do systému vneslo nebezpečné očekávání ohledně „faktické“ peněžní hodnoty investičních kupónů; jejich půvab měl být ale právě v tom, že skutečná hodnota oněch 1000 investičních bodů se měla prokázat až časem a navíc pouze v závislosti na tom, jak s nimi jejich majitel naloží.

Výslednému řešení se podařilo uvedeným nástrahám vyhnout. Pro účely restitucí se vystačilo s tím, že byl založen RIF, tj. restituční investiční fond s tím, že do něj budou vložena 3% akcií každého podniku zařazeného do KP. Dokonce tak byly trefeny hned dvě mouchy jednou ranou: Jednak se ulevilo restitučnímu problému, jednak vznikl tlak na provedení KP i ze strany restitučních fundamentalistů.

## **1.10 Národnostní problém**

### **1.10.1 Rozložení sil**

Již v okamžiku zmínky o zasedání tří vlád v Kroměříži (viz výše) si mladší čtenář mohl připomenout, že privatizační manévry se odehrávaly „v podmínkách rozpadající se federace“.

Připomeňme tedy, že například utkvělou myšlenou ministra Húšky bylo vytvoření „dvou autonomních, tj. nezávislých ekonomik“. Tato stano-

viska poněkud vyvažoval, alespoň zpočátku, tehdejší slovenský ministr financí Michal Kováč, pozdější prezident Slovenské republiky.

Mezi paradoxy doby jsme již dříve zařadili i to, že mezi zastánce federálního privatizačního projektu na Slovensku v té době patřil Vladimír Mečiar.

### **1.10.2 Dělení podnikového majetku**

Je až pozoruhodné, jak okrajový význam mělo dělení majetku původně „společných“ podniků. Připomeňme tedy, že tento majetek se rozdělil dávno před rozpadem státu – v souvislosti s přechodem federálních kompetencí na republiková ministerstva. Například, všichni pozdější účastníci KP jistě zaznamenali, že původně federální Podnik výpočetní techniky (PVT) se již v roce 1991 rozdělil na PVT Praha a PVT Bratislava.

Skutečnost, že toto dělení proběhlo v mimořádném klidu, lze přičíst nejprůzračnějším faktorům. Nelze ovšem vyloučit, že přinejmenším jistou zásluhu na tomto mimořádně úspěšném procesu měla již tehdy silná očekávání ohledně kupónové privatizace. Není tedy bezdůvodné spekulovat, že republikovým vládám a-nebo manažerům státních podnikům se mohlo zdát zbytečné bojovat o majetek, který se měl stát během několika měsíců předmětem kupónových aukcí.

### **1.10.3 Celonárodní konsensus**

Bez ohledu na to, jak kdo výsledky KP hodnotí, nikdo si zatím nedovolil zpochybnit proces, který vedl k jejímu provedení. Na tomto místě si přesto neodpustím, abych nezdůraznil demokratickou povahu rozhodování, na jehož základě byla KP připravena, a to přestože politické debaty probíhaly na výše uvedených třech, v zásadě nezávislých úrovních – federální, české a slovenské. Umožní mi to totiž připomenout zásadní význam tzv. Finanční rady ČSFR. Tento orgán vznikl bez ohledu na tehdy platný ústavní pořádek a byl skutečně federální, neboť byl složen ze všech tří ministrů financí a dvou republikových ministrů pro privatizaci (za SR později vystřídal Húsku Ivan Mikloš). Zejména na této půdě se řešily problémy mezi federálním FMF a slovenskými ekonomickými ministry.

Pro úplnost doplníme, že problémy mezi FMF a českými ministry byly jiného typu. Vyplývaly z toho, že oponenty V. Klause (spíše než vlastní federace) zde byli nejdříve František Vlasák a později Tomáš Ježek.<sup>11</sup>

---

11) Charakteristiku těchto vztahů lze nalézt například v práci Pečínka (2000).

### **1.10.4 Cizinci a kupóny**

Již byla řeč o politicích razících tezi, že když privatizace, tak pokud možno malá a pokud možno do zaměstnaneckých (tj. jistě ne „cizích“) rukou. V případě velké privatizace tito politici zpravidla navrhovali zavedení tzv. zaměstnaneckých akcií, zhruba v duchu projektu ESOP.

Atmosféru té doby lze ilustrovat i na tom, že devizový zákon omezoval přístup cizinců k nemovitostem a že restituční zákony, zákon o malé privatizace a rovněž i kupónová privatizace (tak či onak) ze hry vylučovaly všechny cizince. Cizinci byli omezeni i co do možnosti stát se akcionářem burzy, držitelem licence televizního vysílání či majitelem akcií některé domácí banky. Zejména na půdě tehdejšího Federálního shromáždění vznikaly náměty, aby akcie z KP nebylo možné cizincům prodávat.

Mezi další zajímavosti doby tedy jistě patří, že jedním z nejvýznamnějších IPF-ů v první privatizační vlně založila rakouská a polostátní banka Creditanstalt.

## **1.11 Státní aparát**

### **1.11.1 Restrukturalizace státní správy**

Zopakujme, že ve vyspělých západních ekonomikách se privatizovalo za podmínek vytvořených vyspělou infrastrukturou finančních institucí (bank, investičních společností, obchodníků s cennými papíry), účetnických a právních firem. Stejně tak se celý tento proces mohl opřít o stabilní vládu disponující dostatečně funkční státní byrokracií.

V post-komunistických zemích samozřejmě nic obdobného neexistovalo – dobrá vláda, jak již zdůrazněno, má být teprve výsledkem transformačního procesu. Vlády byly proto z povahy věci mimořádně slabé. Jednak (přínejmenším v prvních měsících) byl velmi nejistý jejich politický mandát, jednak samy sebe podrobovaly mimořádně rozsáhlé organizační a rovněž též personální „očistě“.

Rozkolísanost vlády, její ideologická heterogenost a oslabení vyvolané nezbytností sama sebe transformovat, byly tedy nepřímou úměrnou rozsahu a složitosti úkolu, který měla taková vláda řešit. Organizačně technická nepřipravenost země na privatizaci tedy již sama o sobě jakoby vytváří začarovaný kruh. Mezi jeho nejparadoxnější výsledky patří jev, který autor tohoto příspěvku často pozoroval v bývalých sovětských republikách: Neschopnost technicky zvládnout privatizační problém zakrývaly některé vlády ideologickými argumenty o nevhodnosti privatizace, či některé privatizační metody.

### **1.11.2 Super-tlak poptávky**

Zkušenosti Československa ukazují, že překonat uvedenou bariéru může donutit vládu (všechna její ministerstva) jediná síla – politický tlak ze strany poptávky, tj. subjektů, které se budou dostatečně silně domáhat privatizovaného majetku.

Hledat tento super-tlak v zahraničí je obtížné i v případě, kdyby nějací reální investoři existovali a kdy vůči nim neexistovala žádná nevraživost. Domácí investoři jsou pak samozřejmě silně handicapováni nedostatkem finančních prostředků (či jejich pochybným původem).

Je na tomto místě asi zbytečné připomínat, že v Československu byly výše naznačené začarované kruhy rozetnuty projektem kupónové privatizace, která na přelomu let 1991 a 1992 zmobilizovala celkem 8,54 milionů zaregistrovaných DIK-ů.

Lze se důvodně domnívat, že bez tohoto super-tlaku by i na půdě naší vlády vždy mohla zvítězit představa o nesmyslnosti úkolu připravit během jednoho roku na privatizaci 1492 podniků (viz dále – příprava nabídkové strany KP).

## **1.12 Modely kapitalismu**

### **1.12.1 Cílový stav**

Transformace společnosti má svůj výchozí a cílový stav. Ohledně toho prvního lze konstatovat, že na konci osmdesátých let jsme asi všichni byli experty na rozpoznávání i těch nejjemnějších odstínů socialismu (maďarského, polského, jugoslávského, rumunského ...). Právě tyto odlišnosti nám dokázaly vysvětlit, proč jednotlivé post-komunistické země přijímaly často velmi odlišné strategie ekonomické reformy.

Opačně tomu bylo ohledně cíle našeho úsilí. Všeobecná znalost toho, kam má společnost směřovat, byla v roce 1990 téměř nulová. Například ještě v roce 1992 nebylo zcela samozřejmé slovo „kapitalismus“ použít ve slušné společnosti, tím méně pak bylo jednoduché kdekoli zavést debatu o typech kapitalismu, ze kterých bychom si měli vybrat. Diskuse, která tehdy probíhala, se často opírala pouze o politická prohlášení – například heslo „tržní ekonomiky bez přívlastku“, či naopak „sociálně tržní ekonomiky“.<sup>12</sup> Zanedbání tohoto tématu se projevuje i dnes (podzim 2001), kdy jednáme o vstupu do socialisty ovládané Evropské unie.

---

12) Výstižnou charakteristiku diskusí o soziale Marktwirtschaft obsahuje, s příslušným odstupem času, publikace Hájek, Klaus (2001).



Pokusme se tedy na tomto místě připomenout, oč se v případě cílového stavu jedná. Typy kapitalismu zde vymezíme na základě typů státních zásahů do podnikatelské sféry a . pokusíme se ukázat, jakou roli měla v tomto směru sehrát kupónová privatizace.

### **1.12.2 Obecně o regulaci podnikání**

Pro státní zásahy do ekonomiky uvádí literatura zejména tyto tři důvody:

- a) existence tržních nedokonalostí vyvolaných takovými jevy, jakými jsou „přirozené“ externality (pozitivní a negativní) a „přirozené“ monopoly,
- b) nepřijatelnost (politická a obecně společenská) některých (jinak ekonomicky efektivních) výsledků interakce tržních sil,
- c) nestabilita trhu, který se v některých případech může dostat do situací, kdy malá změna „na vstupu“ vyvolá nepřiměřeně větší (až katastrofickou) odezvu „na výstupu“.

Všechny výše uvedené důvody pro státní regulaci byly mnohokrát (úspěšně) zpochybněny. Nemůže být ale pochyb, že v roce 1990 (stejně jako dnes) na uvedené argumenty jen málokdo slyšel. Stále je spíše považováno za provokaci, když někdo připomene, že výše uvedené důvody pro regulaci jsou z velké části (ne-li výhradně) výsledkem nějakých jiných regulačních opatření státu, že prostřednictvím regulace se vláda vlastně pokouší řešit problémy, které by nikdy nevznikly, nebýt této regulace.

S ohledem na zde diskutované hlavní téma můžeme libovolný typ státní regulace interpretovat jako „státní omezování činnosti podnikatele“, neboli jako zvláštní formu znárodňování. Paradoxním výsledkem privatizace tedy může být i to, že na privatizovaný podnik je posléze uvalena tak silná státní regulace, že se octne v konečném účtu pod silnějším státním vlivem než před privatizací.

### **1.12.3 Regulace a podpora**

#### 1.12.3.1 Východiska

Typy státní regulace podnikání vymezíme jako „administrativní omezování“:

- vlastnictví (vymezení, kdo co smí nebo naopak musí vlastnit),
- smluvní svobody (včetně stanovení, kdo co musí/nesmí na trhu popotávat nebo naopak nabízet),

- cen (stanovení maximální nebo minimální ceny toho kterého statku nebo služby),
- zahraničních vztahů (zavedení vývozních a dovozních povolení, cel a kvót),
- vstupu do odvětví (podmínění vstupu udělením státní či jiné „licence“),
- výstupu z odvětví (stanovení podmínek pro odejmutí či vrácení licence, specifikace postupu při konkurzu a vyrovnání),
- právních forem podnikání.

S každou takovou regulací přímo souvisí fenomén státní podpory (dotací, oddlužování, daňových úlev, apod.) Taková státní podpora je ze strany podnikatelů vynucována zejména proto, že ji považují (někdy dokonce oprávněně) za kompenzaci negativních důsledků regulace. Evidentním příkladem je jistě podpora požadovaná podnikem, kterému není dovoleno zboží nabízet za libovolnou cenu, nebo kterému bylo zakázáno zboží vyvézt do země, kterou si sám vybral. Notorická jsou pak opatření státu na záchranu nesolventních bank, tj. subjektů, které jsou často předmětem té nejsilnější státní regulace.

### 1.12.3.2 Kupónová privatizace

Z hlediska kupónové privatizace je možná zajímavé podotknout, že všem privatizovaným podnikům se hromadně nařizuje, v jaké právní formě budou podnikat: Všechny státní podniky byly přeměněny na akciové společnosti. Naopak, liberalismus vlády se projevil tím, že nikdo nijak neovlivňovala podobu stanov těchto společností (viz dále).

## **1.12.4 Regulace vstupu do odvětví**

### 1.12.4.1 Východiska

„Licenčním řízením“ zde rozumíme postup příslušného „licenčního orgánu“, jehož výsledkem je rozhodnutí, zda „žadatel o licenci“ bude oprávněn příslušnou podnikatelskou činností provozovat.

Mnohé zaskočí, jak obtížné je rigorózně vysvětlit nezbytnost vůbec nějakých licenčních bariér, tím spíše pak jejich „aktuální síly a výšky“. Všude na světě nicméně platí, že různé podnikatelské činnosti se od sebe, často velice výrazně, liší přísností, s jakou je jejich nositeli udělována

---

13) Tříška (1996a).

licence. Z těchto důvodů jsme na jiném místě<sup>13</sup> zavedli konvenci, pomocí lze každý druh podnikání charakterizovat pomocí tzv. koeficientu licenční přísnosti (dále „KLP“).

Na jednom okraji škály hodnot KLP je „volná živnost“, pro kterou má licenční řízení formu „prosté registrace“. Na opačné straně škály KLP se pak nacházejí (zejména pro případné poskytovatele finančně bankovních služeb) prakticky nepřekonatelné „licenční hradby“.

Připustí-li se již, že licence je pro některé podnikatelské aktivity (historickou nebo politickou) nezbytností, vzniká problém:

- do jaké podrobnosti mají být definována licenční kritéria,
- zda licence musí být žadateli udělena vždy, jsou-li licenční kritéria beze zbytku splněna.

Takto tedy vymezujeme koeficient licenční nenárokovosti („KLN“). Z definice platí, že čím je hodnota KLN vyšší, tím méně je pravděpodobné, že přesné splnění licenčních kritérií zaručuje, že licence bude skutečně udělena.

Pro KLN platí téměř vše, co bylo výše řečeno pro KLP. Platí tedy, že i pro KLN:

- je jeho hodnota pro tytéž podnikatelské činnosti v různých státech různá,
- daleko nejvyšší nenárokovost převládá v sektoru finančních služeb. (Skutečnost, že banky jsou charakterizovány maximálními hodnotami KLP a KLN je pak jistě důvodem, proč tento nejsilněji regulovaný sektor podnikání je i nejméně regulovaným příjemcem státních podpor všeho druhu.)

Samostatným kritériem, od něž lze odvodit kapitalismus je i to, jak se jednotlivé země dívají na tzv. šedou či černou ekonomiku, neboli na provádění „licencované“ činnosti bez „licence“.

#### 1.12.4.2 Kupónová privatizace

Již jsme na jiném místě naznačili, že u nás byla jakýmsi licenčním omezením pro účast na privatizacích a restitucích instituce občanství. Pro kupónovou privatizaci bylo navíc příznačné to, že se požadovalo dosažení věku 18 let.

Pro obecné otázky regulace má nicméně hlavní význam liberalismus,

s jakým bylo přistoupeno k registraci investičních privatizačních fondů (viz samostatný oddíl).

### **1.12.5 Typy kapitalismu**

Velice zhruba bývají rozlišovány tři typy kapitalismu: rakousko-německý, anglo-americký a východo-asijský. Pro naše téma bude možná poučné stručně porovnat první dva typy.

#### 1.12.5.1 Role bank a bankrotů

Rakousko-německý systém je charakteristický tím, že banky jsou ne-li hlavními, tak alespoň významnými akcionáři nejdůležitějších podnikatelských subjektů, které pak též (přínejmenším z jisté části) financují.

Jako důsledek tohoto uspořádání se obvykle uvádí nižší přísmost vůči dlužníkům jak při poskytování úvěrů, tak i při vymáhání dluhů. Zejména tedy chybí anglo-americká nekompromisnost vůči dlužníkům, kteří jsou nesolventní, nebo se za nesolventní vydávají.

K roli bank rovněž patří jejich universalita. Za důležité se považuje, že bankovní úvěry si konkurují s investicemi, které může podnik hledat na otevřeném kapitálovém trhu. V ekonomice anglo-amerického typu tedy dlouho převládal názor, že angažovanost bank v obou uvedených činnostech narušuje konkurenční prostředí. Proto je pro ekonomiku uvedeného typu příznačné to, že banky jsou rozděleny na obchodní a investiční s tím, že obchodní banky se smějí věnovat pouze klasické bankovní činnosti, tj. přijímání vkladů, zajišťování platebního styku a poskytování úvěrů.

#### 1.12.5.2 Role zaměstnanců

Pro rakousko-německý systém je příznačná silná role odborů, která se promítá přínejmenším do následujících třech oblastí.

Především jde o tzv. účast pracujících na řízení (tzv. Mitbestimmung). Důsledkem je pak to, že orgány například akciové společnosti jsou složeny tak, že:

- představenstvo je převážně tvořeno zaměstnanci typu „manažer“,
- dozorčí rada je ze značné části tvořena odbory a-nebo zaměstnanci typu „prostý pracující“.

Klíčovým prvkem je při této konstelaci možnost dozorčí rady ovlivňovat složení představenstva.

Druhým důsledkem síly odborů je to, že pro významné kategorie pra-

covních míst jsou uzavírané kolektivní smlouvy, na jejichž základě je příslušné zaměstnance velmi obtížné propustit. Postavení takového zaměstnance pak více než co jiného připomíná „pracovní definitivu“.

Třetím faktorem je vehemence, s níž odbory zajišťují takové socialistické vymoženosti, jakými jsou:

- minimální (pokud možno co nejvyšší) mzda a
- indexování mzdového růstu, tj. přizpůsobování mezd inflaci.

### *1.12.5.3 Mittelstand*

Součástí rakousko-německého přístupu k podnikání je i veřejností sdílená představa, že tím, kdo poctivě pracuje, je buď zaměstnanec nebo drobný živnostník. Přinejmenším s podezřením se pak v uvedených zemích dívají především na poskytovatele finančních služeb – bankéře, makléře a spekulanty.

Rakousko-německá podnikatelská kultura by tím jakoby stála na doktríně *small is beautiful*, jež se v Evropě, částečně i mezi ekonomy, stala populární zejména v 70. a 80. letech. Nic na tom asi nezmění ta skutečnost, že v poslední době mnohé německé firmy pochopily podstatu představy, že naopak *big is beautiful*, a že se začaly podílet na procesu ekonomické globalizace a šíření podnikatelské *jumbo-culture*.

Na úrovni vlády však rakousko-německý přístup i nadále zůstává věren spíše administrativním než ekonomickým nástrojům globalizace a standardizace ekonomik. Stále jde tedy spíše o integraci a la Brusel než o globalizaci a la McDonald's.

### **1.12.6 Cíle kupónové privatizace**

Uvedený výklad jsme zde zařadili zejména proto, že jedním z deklarovaných cílů KP bylo vytvoření významnější protiváhy rakousko-německému způsobu hospodaření, o němž se předpokládalo, že se u nás, tak jako tak, v té či oné míře prosadí. (Navzdory tomu, že všichni významnější poradci, viz výše, pocházeli z anglo-americké oblasti.)

Začátek byl jistě nadějný: V historii lidstva se již asi nikdy neuskutečnil nic tak velkého a současně liberálního. Rizika tohoto liberalismu byla autorům projektu naprosto zjevná. Ještě zjevnější však bylo nebezpečí z prodlení (viz výše) a navíc měl být součástí projektu i první velký apel na maximální odpovědnost každého občana za svá rozhodnutí. Kupónová privatizace měla být, kromě jiného, školou k takové odpo-

vědnosti. Proto před každého DIK-a postavila hned několik strategických variant jak mohl postupovat.

Antiliberální reakce na celý projekt však překvapila i autora tohoto příspěvku svou vehemencí. Z legislativně technického hlediska ji lze ilustrovat již na vztahu privatizačního zákona (únor 1991) a ani ne o rok pozdějšího obchodního zákoníku, který byl již plně v režii u nás převládající rakousko-uherské tradice.

Uvedená tendence pak dále sílila a naplno se projevila ve stále silnější regulaci nejen bank, pojišťoven a investičních společností, ale i obecných živností a obchodních společností. Příslušné novely živnostenského zákona a obchodního zákoníku se pak (jakoby paradoxně) staly tou nejsilnější bariérou pro vstup do odvětví, zejména malých a středních podniků.

Je tedy otázkou zda, či do jaké míry KP svého proti-rakouského cíle dosáhla. Zda například role bankovních IPF-ů (viz dále) nebyla tomuto cíli spíš ke škodě.

### **1.13 Shrnutí – principy**

„Privatizační filosofie“ postupně vyloženou v předchozích textech je možné shrnout do následujících několika principů:<sup>14</sup>

1) Privatizace má sice mimořádně významné ekonomické důsledky, ale ekonomika jejím primárním cílem není. Předmětem privatizačního „útku“ je primárně tzv. veřejná sféra, tj. zejména stát, rozsah jeho funkcí a způsob jeho chování.

2) Přímým protikladem (nikoli tedy doplňkem či předstupněm) privatizace je tzv. „odstátňování“, tj. zejména vznik a působení tzv.:

- veřejně (či veřejno) právních institucí,
- profesních komor s povinným členstvím,
- státních či částečně privatizovaných akciových společností.

3) Privatizace je primárně nákladný, nikoli výnosný proces. Její strategie proto klade důraz na minimalizaci nákladu, nikoli tedy na maximalizaci zisku, či dokonce pouze výnosů.

4) Podstata a smysl těch „sekundárních“ důsledků privatizace, které se týkají transformace samotné ekonomiky, se odvíjejí od následujících (velice silných a nepochybně netriviálních) hypotéz:

---

14) Mírně upraveno podle Tříška (1995).

- ekonomika socialistického typu je zvláštním typem tržní ekonomiky,
- privatizace není metodou zvyšování výkonnosti (efektivnosti) individuálních podniků, ale ekonomiky jako celku,
- přestrojkové reformy (například „podnikové samosprávy“) silně oslabují mechanismus vnější kontroly státních podniků, aniž tuto ztrátu čímkoli nahrazují,

5) Privatizace usiluje o nastolení optimálních podmínek pro adaptaci vlastnické struktury na měnící se „parametry“ okolního světa. Cílem privatizace tedy zcela jistě není okamžité nalezení „optimálních vlastníků“.

6) Pro privatizaci jsou nebezpečné *ex ante* regulace, které jsou zaváděné pouze na základě očekávání tržních poruch. Elementárním stavebním kamenem privatizační strategie proto musí být připravenost vlády „politicky ustát“ nutně se vyskytující privatizační a post-privatizační „nehody“.

7) Zahraniční investor nezasluhuje při privatizaci žádná zvýhodnění, žádné pobídky; do ekonomiky v zásadě nemůže (v dostatečném rozsahu) vstoupit, nebude-li privatizovaná.

Všechny uvedené principy jsou jistě netriviální a nebylo je jednoduché hájit v žádné době, ani tehdy, ani dnes. Proto je autor tohoto příspěvku považuje za zcela zásadní příspěvek české privatizační školy ke zde řešenému problému.

## 2. AUTORSTVÍ KE KUPÓNOVÉ PRIVATIZACI

### 2.1 Vouchery, potravinové lístky a žebračenky

Základní teze následujících úvah o autorství a autorech říká, že samotná idea kupónů je stejně stará jako idea peněz. Dokonce ani myšlenka uplatnit kupóny v privatizaci není naším vynálezem. Co lze tedy považovat za originální, je „pouze“ způsob, kterým byly u nás kupóny použity.

Obecně platí, že na trhu se vždy čas od času vyskytly případy, kdy některá zboží se prodávala za peníze, a jiná se poskytovala zadarmo nebo za zvláštní poukázky – vouchery. Příkladem jsou státem vydávané poukázky, na jejichž základě dotuje konkrétní typy spotřeby občana (například základní potraviny nebo bydlení). Pokud chce totiž mít takový stát jistotu, že občan poskytnuté prostředky neutratí za jiný typ spotřebního zboží (například alkohol či kulturní akce), dotaci provede pomocí voucherů, například žebračenek.

Zajímavé jsou jistě i potravinové lístky, které kombinují voucher a pe-

níze. Jsou tedy „nárokem“ na koupi – vysoce pravděpodobně za regulovanou cenu. Nad rámec „lístků“ si pak občan může příslušné zboží koupit za cenu tržní (buď přímo v obchodě, nebo na černém trhu). Zvláštním případem jsou i tzv. tuzexové poukázky a jim příslušný seznam tuzexového zboží a tuzexových obchodů.

Pro naše dnešní potřeby je třeba též upozornit na takové projekty již delší dobu známé z vyspělých ekonomik, které navrhovaly pomocí voucherů realizovat distribuci některých veřejných statků a služeb. Každý občan by se stal nabyvatelem stanoveného počtu kupónů a v tomto omezeném rozsahu by mohl čerpat zdravotní péči (či její vybrané služby), vzdělání (či jeho vybrané služby), městskou hromadnou dopravu apod.

V duchu posledního odstavce se autor tohoto příspěvku na jiném místě vyjádřil na téma financování zdravotnictví: kupóny by mohly úspěšně sehrát roli tzv. rozpočtového omezení pacienta, které je zase nutnou podmínkou zvyšování informovanosti tohoto pacienta o kvalitě zdravotní péče, která je na trhu nabízena.<sup>15</sup>

## **2.2 Kupóny a privatizace**

### **2.2.1 Pseudo-kupóny při privatizaci bytů**

Kupón je „cenný papír“, na jehož základě má jeho majitel právní nárok na to, aby mu bylo „něco poskytnuto“. Máme zde na mysli ty cenné papíry, jejichž emitentem je stát a za které jejich nabyvatel neplatí jejich cenu, ale například jen nějaký administrativní, registrační poplatek.

Při přípravě KP byla ovšem obecná vědomost o cenných papírech (na úrovni obyvatelstva i vlády) velmi malá. Nicméně každého hned napadla otázka, zda s tím naším kupónem bude možné obchodovat, zda bude povolené jej prodat a koupit. Pokud ano, pak „za jakou cenu“ a „kterým osobám“.

Při vši tehdejší ignoraci jsme si již v roce 1990 všimli (za pomoci poradců z KHF), že kupón byl ve Velké Británii vlastně vydán například těm, kteří bydleli v privatizovaných domech. Majitel kupónu, tj. nájemník měl pak právo tento svůj kupón vyměnit za vlastnické právo k bytu. Metodologicky zajímavé je zde i to, že nájemník nemohl svůj kupón prodat, ale nic nebránilo tomu, aby (dříve nebo později) prodal takto privatizovaný byt.

---

15) Tříška (2001).



## **2.2.2 Kupóny při privatizaci akcií**

Výše uvedený příklad nás upozorňuje, že privatizace se netýká jen státních podniků, ale i státních (obecních) bytů (a jistě i kulturních zařízení, sportovních klubů apod.). Nicméně je zřejmé, že i všude ve světě měla vždy největší ohlas privatizace podniku, a to taková, která předpokládala:

- přeměnu podniku na akciovou společnost,
- distribuci akcií mezi širokou veřejnost,
- za tak či onak „zvýhodněnou“ cenu.

Dokumentovány jsou tyto případy zejména z Chile, Velké Británie a kanadské provincie Britská Kolumbie (viz dále). Ve všech těchto případech platilo, že privatizační nároky příslušně zvýhodněných osob byly „na jméno“ a nebyly tedy převoditelné. Často se též uplatňovala omezení, na základě kterých byl následný (sekundární) prodej akcií regulován, zejména formou vyššího zdanění.

Nás zde ovšem zajímá zejména to, že pro formální reprezentaci nároku příslušných osob na „zvýhodněnou akcii“ mohly příslušné vlády použít nějakého kupónu.

## **2.3 Kupóny při privatizaci socialismu**

### **2.3.1 Jednání v Kolodějích**

První doložená zmínka o naší KP pochází z jednání v Kolodějích, dne 3. února 1990. Sešla se tam neformální *ad hoc* vytvořená pracovní skupina. Ta byla na místě rozdělena do několika týmů, z nichž ten privatizační pracoval ve složení O. Jonáš, G. Eichler, J. Zieleniec a autor tohoto příspěvku. V dalších týmech pracovali například A. Barčák, V. Dlouhý, Z. Drábek, T. Ježek, J. Švejnar, M. Herman, J. Vrba.

Dobře doložit lze i to, že ve dnech 17. února až 24. února proběhla prezentace naší hospodářské politiky v USA, v jejímž průběhu uváděli V. Klaus a autor tohoto příspěvku kupónovou privatizaci jako již téměř plnohodnotnou součást našeho transformačního programu.

### **2.3.2 Sociální dividenda**

Začneme tím, že již 5. února 1990 uveřejnil renomovaný Business Week svou *privatization road map*, kde mezi pět hlavních privatizačních strategií zařadil i *social-dividend model* charakterizovaný takto:

Státní podniky jsou přeměněny na akciové společnosti s akciemi, které jsou obchodovatelné na trhu. Každý občan obdrží nějak na-

míchané portfolio akcií jako „sociální dividendu“. Případně se doporučuje použít systém voucherů, jejichž prostřednictvím se občané mohou o uvedené akcie ucházet na aukci. Za výhodu se považuje to, že téměř okamžitě je takto vytvořen kapitálový trh. Nevýhodou je pak to, že z prodeje podniku nejsou žádné výnosy a podnik nezíská žádný nový kapitál.

### **2.3.3 Manuel Hinds**

Světová banka v dubnu 1990 vydala studii Manuela Hindse (před tím a potom ministra financí El Salvadoru)<sup>16</sup>, jehož přístup k bezplatným převodům majetku charakterizujeme těmito citacemi:

... obyvatelé přece již vlastní privatizovaný státní podnik, byť prostřednictvím vlády ... pokud je tedy podnik převeden ve prospěch všech obyvatel, žádné platby nelze požadovat, neboť tyto obyvatelé získávají to, co již nominálně měli.

... je-li proveden bezplatný transfer, odpadá problém nedostatku kupní síly obyvatelstva. Navíc odpadá problém s předchozím oceňováním akcií.

... fundamentálním problémem se ovšem jeví rozptýlenost vlastnictví a z něho vyplývající nedostatečná kontrola privatizovaného podniku.

... jakékoli řešení je jistě spojeno se ztrátami vyplývajícími z toho, že informace o kvalitě privatizovaných podniků téměř neexistuje ... Ale tento problém je v tranzitivní ekonomice nevyhnutelný. Nejen proto, že informace o podnicích neexistují, ale též proto, že tyto informace se stanou irelevantní právě v důsledku provedení reformy.

... bezúplatný převod akcií jednotlivcům byl úspěšně proveden ..., byť ne v rozsahu zde doporučeném pro země východní Evropy. V Kanadě se vláda britské Kolumbie rozhodla privatizovat British Columbia Resources Investment Corporation tak, že každému kanadskému občanovi žijícímu v této provincii nabídla 5 kusů v ceně 10 kanadských dolarů.

### **2.3.4 Edgard Feige a Jan Lodal**

Na jaře 1990 samozřejmě především vrcholila aktivita západních ekonomů poradit Michailovi Gorbačovovi s jeho přestrojkou. Vytěžili jsme z toho některé příspěvky, které sice byly adresovány sovětskému prezi-

---

16) Hinds (1990).

dentovi, ale to byl jistě omyl, neboť ten se dodnes nezbavil víry v reformovatelnost socialismu.

Zaujal nás zejména vystoupení profesora Feige-a (University of Wisconsin-Madison) na mezinárodní konferenci, která se konala v Moskvě na podzim roku 1989.<sup>17</sup>

Ještě větší relevanci pro nás ovšem měla Lodalova studie<sup>18</sup>, tím spíš, že její autor nepocházel z akademického prostředí. (Lodal byl v roce 1990 předsedou představenstva firmy zabývající se počítačovými systémy a předtím pracoval jako analytik NATO a National Security Council). Způsob jeho uvažování ilustrujeme na těchto výňatcích z jeho textu:

Každý podnik vydá své akcie ... pro zjednodušení procesu například 1000 akcií na jednoho zaměstnance. Polovina těchto akcií bude rovnou rozdělena mezi zaměstnance s tím, že .. manažeři například mohou získat více než ostatní. Druhá polovina akcií bude rozdělena mezi ostatní občany tak, že jim bude vyměněna za jejich vouchery ...

Občané budou informováni, v jakém časovém období mají své kupóny vyměňovat za akcie ... učiní tak formou upisování. Občanům bude nabídnuto, aby své vouchery shromáždili do podílových fondů. To jim umožní získat diversifikované portfolio akcií.

U podniků považovaných za dobré, vznikne převis poptávky, naopak u méně dobrých podniků vznikne převis nabídky... Tuto situaci lze řešit tím, že se uskuteční dvě privatizační kola. Po prvním kole se uveřejní jeho výsledky a obyvatelé dostanou několik týdnů na to, aby své původní objednávky upravili ...

Tento postup má jasné výhody v tom, že je jednoduchý a zabráňuje korupci, navíc je zřejmé, že nějaké dokonalejší metody pro ocenění privatizovaných akcií stejně neexistují.

### **2.3.5 Jan Švejnar**

V březnu 1989 jsme se na mikroekonomické konferenci v Liblicích setkali s Janem Švejnařem, v té době odborníkem na samosprávnou ekonomiku jugoslávského typu. Jeho účast na pracovním setkání v Kolodějích (viz výše) ilustruje, že přinejmenším v roce 1990 byl tento Čecho-američan vždy poblíž všeho, co se nějak týkalo tvorby transformační strategie. Autor této studie vícekrát vyzval Jana Švejnařa ke spolupráci při specifikaci technic-

---

17) Feige (1989).

18) Lodal (1990)

kých detailů vlastního provedení projektu. V jednu chvíli se Jan Švejnar stal i oficiálním poradcem české vlády (ministra Dyby). Známa je zejména jeho brožura z jara 1990, kde se ohledně privatizačního tématu uvádí:<sup>19</sup>

Jeden možný a dost přitažlivý postup spočívá v (...tom že...) část státního vlastnictví průmyslových, zemědělských a jiných podniků se rozdělí obyvatelstvu, podobně jak to bylo provedeno při privatizaci např. v Kanadě (v provincii Britská Kolumbie) a v Chile. To lze realizovat například tak, že všechny státem vlastněné podniky jsou vládou naráz proměněny na akciové společnosti s určitým počtem akcií, které by byly drženy specializovanými vládními korporacemi (holdingovými společnostmi). Tento krok by okamžitě zamezil prodeji národního bohatství jednotlivci či skupinami. Uvedené korporace pak rozdělí část akcií na počítačem uvedená konta občanů, která mají formu diverzifikovaných souborů (portfolií) akcií. Rozdělení akcií mezi občany může být rovné, nebo může být závislé na věku ... část akcií může být určena pro jiné účely (např. penzijní pojištění ...), část zůstane v majetku korporace pod kontrolou vlády.

### **2.3.6 Další autoři**

Pro historii bude mít význam především studie J. Lewandowského (polského ministra pro privatizaci v roce 1990) a J. Szomburga, ve které o kupozech, již v roce 1989 opublikovali například tyto myšlenky:<sup>20</sup>

Strategie spočívá v tom, že mezi všechny dospělé obyvatele budou zdarma rozdány poukázky, které budou moci být vyměněny za akcie privatizovaných podniků. .... cílem je zde především mobilizační efekt spočívající v následném odporu proti každé případné re-nacionalizaci. Naopak pokusy o rozprodej akcií za peníze by, vzhledem k nízké úrovni finančních prostředků obyvatelstva, trvaly mnoho let a nemohly by být tedy považovány za skutečný posun. ... Zaměstnanci podniků by mohli mít právo získat preferenčně akcie svého podniku.

Explicitně se v zahraničním denním tisku zmiňují například J. Wiseman (Property Rights and East European Liberalization, Financial Times, April 3, 1990) a T.G. More, T.G.: Privatization Program for Gorbachev, The Wall Street Journal, May 30, 1990.)

---

19) Švejnar (1990).

20) Lewandowski, Szomburg (1989)

### 3. ZPŮSOB PROVEDENÍ KP A JEJÍ DŮSLEDKY

#### 3.1 Postup politických rozhodnutí

##### 3.1.1 *Konsensus*

Na jiném místě jsme již zdůraznili demokratickou povahu rozhodování, na jehož základě byla KP realizována, zejména to, že politická jednání probíhala na třech v zásadě nezávislých úrovních – federální, české a slovenské. Rovněž jsme se již zmínili o tom, že od roku 1991 začíná naplno fungovat tzv. Finanční rada ČSFR (dále též „FR“).

Zdůrazněme, že v politických jednáních (píše se rok 1990–1991) žádná z relevantních politických sil nikdy ani na okamžik nezpochybnila, že KP má být provedena. Případné spory tedy byly výhradně ohledně způsobu provedení. Překvapivě snadno a rychle byly odmítnuty všechny návrhy směřující k vytvoření celonárodního holdingu (viz výše návrhy J. Švejnara).

V tomto oddílu pro ilustraci předkládám soubor materiálů, jejichž data vzniku ilustrují, jak se postupně formovalo končené „technické“ řešení KP.

- |                  |   |
|------------------|---|
| 3.února 1990     | seminář v Kolodějích (mezi účastníky: Barčák, Švejnara, Ježek, Dlouhý, Vrba; v pracovní skupině zabývající se privatizací jsou Eichler, O. Jonáš, Tříška, Zieleniec)  |
| 1.dubna 1990     | na Federálním ministerstvu financí („FMF“) zřizuje V. Klaus samostatný odbor označený jako Úřad pro dočasnou správu a privatizaci národního majetku (termín „privatizace“ je zde poprvé použit jako součást státní správy)          |
| 5. dubna 1990    | na FMF je na operativní poradě vedení projednán materiál Návrh zásad dočasné správy a denacionalizace národního majetku: Fáze a pravidla (Fáze 3: Majetkové kupony, Příloha 5: Návrh akciové reorganizace velkého státního podniku) |
| konec dubna 1990 | jsou vypracovány dva variantní materiály pro vládu ČSFR:  |

- \* Strategie radikální ekonomické reformy (předkládají Klaus, Dlouhý, Stračár, Tošovský, Barčák, Miller, Šujan; použití tzv. majetkových kupónů je poprvé součástí oficiálního vládního materiálu)

- \* Strategie postupného přechodu k tržní ekonomice (gradualistický postup prosazovaný Komárkem, Vlasákem, ...)
8. června 1990 je vypracován společný materiál pro vládu ČSFR Návrh procesu odstátnění a privatizace (předkládají Klaus, Pithart (předseda vlády ČR), Čič (předseda vlády SR))
- červen 1990 volby, vítězství OF a VPN, politické vyjednávání ohledně nominace federálního ministra financí
11. července 1990 Federální shromáždění přijalo programové prohlášení vlády ČSFR a požádalo ji, aby do 1. září 1990 zpracovala Scénář ekonomické reformy v podmínkách federace
6. srpna 1990 je vypracován materiál pro Hospodářskou radu vlády ČSFR Koncepce podpory růstu soukromého sektoru
30. srpna v Londýně je proveden výběr konsorcia privatizačních poradců sponzorovaného britským Know How Fund-em; od 1. září po dobu dalších dvou let tento tým sídlí na FMF a průběžně hodnotí způsob provedení KP
3. září 1990 je přijat scénář ekonomické reformy; KP je jeho stěžejní součástí
27. září 1990 vrcholí diskuse o privatizaci: v Kroměříži se setkávají prezident a všechny tři vlády (Čalfa, Pithart, Mečiar) nad návrhem V. Havla, aby zaměstnanci privatizovaných provozoven k ní měli předkupní právo. Otázka je rozhodnuta v neprospěch V. Havla, především díky stanovisku slovenské vlády a zejména V. Mečiara (v české vládě ve prospěch Havlovy myšlenky hlasovali i Tomáš Ježek)
- říjen 90–únor 91 projednávání zákona o velké privatizaci ve všech výborech FS, ČNR a SNR
5. února 1991 jednání o zákonu přerušeno odloženo až do vyřešení restitučních otázek
21. února 1991 je přijat (velký restituční) zákon č. 91/91 Sb., o mimosoudních rehabilitacích, restituční zákon
26. února 1991 je přijat (velký privatizační) zákon č. 92/91 Sb.,

- o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby; součástí zákona je zmocnění vlády ČSFR, aby nařízením upravila průběh KP
7. března 1991 je vypracován materiál pro operativní poradou vedení FMF Základní zásady provedení kupónové privatizace; pro FR je tento materiál vyhotoven s datem 15. března 1991,
3. dubna 1991 je vypracován materiál pro FR Vztah privatizácie a reštitúcie (předkládá Húska)
5. dubna 1991 je vypracován materiál pro FR Zásady zprostředkovatelských funkcí finančních institucí v procesu kupónové privatizace (předkládá Klaus; založena je tak instituce tzv. IPF
10. dubna 1991 je vypracován materiál pro FR Návrh Zásad vlád republik pro sestavení seznamů podniků a majetkových účastí státu určených pro privatizaci (předkládají Ježek a Húska),
12. dubna 1991 je vypracován materiál pro FR Zásady technického a organizačního provedení kupónové privatizace (předkládá Klaus, přizván zástupci CKP, PVT Praha a PVT Bratislava)
29. dubna 1991 je vypracován materiál pro FR Zásady zriadenia reštitučného investičného fondu (předkládá Mikloš)
- květen 1991 je vypracován materiál pro FR Návrh zabezpečenia sprostredkovateľských služieb při použití kupónovej metody privatizácie (předkládá Mikloš)
1. srpna 1991 je vypracován materiál pro vládu ČSFR upravující ve formě vládního nařízení postup při KP (předkládá Klaus)
13. srpna 1991 materiál pro FR Základní problémy postupu privatizace v ČSFR
2. září 1991 byl vypracován materiál pro vedení Ministerstva pre správu a privatizáciu národného majetku Slovenskej republiky Koncepcia a návrh ďalšieho postupu veľkej privatizácie (předkládá Marián Jusko, náměstek ministra)

září 1991 vláda ČSFR přijala Nařízení vlády ČSFR č. 333/91 Sb., o vydávání a použití investičních kupónů; je zahájen prodej kupónových knížek a kupónových známek; datum 1.10.1991 je tak považováno za zahájení první vlny kupónové privatizace.

Pro úplnost doplníme tato data z dalšího postupu:

- 1. října 1991 byl na celém území ČSFR zahájen prodej kupónových knížek a kupónových známek, téhož dne byly v Hospodářských novinách zveřejněny podmínky, za nichž je možné zakládat investiční privatizační fondy (IPF);
- 1. října 1991 byly v Hospodářských novinách uveřejněn „Postup pro zakládání investičních privatizačních fondů“,
- 1. listopadu 1991 byla zahájena registrace kupónových knížek,
- 16. prosince 1991 bylo ukončeno přijímání žádostí o založení IPF;
- 17. února 1992 bylo zahájeno předkolo,
- 18. května 1992 bylo zahájeno první kolo,
- prosinec 1992 – pátým kolem byla ukončena 1.vlna kupónové privatizace.
- 1.1. 1993 – rozdělení ČSFR na dva samostatné státy.

Z předchozího snad nade vši pochybnost vyplývá, že provedení KP nebylo dílem úzké skupiny spiklenců, tj. V. Klause a jeho několika poradců.

### **3.1.2 Kompromisní řešení**

Negativním, jakkoli přirozeným vedlejším efektem tohoto konsensu jsou ovšem nejrůznější „nečistoty“, které se do konečné techniky provedení dostaly jako ústupky vůči té či oné straně politického dialogu.

Jinak řečeno, konečná podoba KP je kolektivním dílem, produktem politického systému té doby, a proto nemůže mít vlastnosti dokonalého projektu, který by (možná) vznikl v klidu pracovní jednotlivých spoluautorů. Každý z nich tedy v konečné podobě projektu něco postrádá něco, o čem má tendenci říkat, že by vedlo k podstatně lepším výsledkům.

Nic z toho, co bylo uvedeno výše by nemělo vyvolat dojem, že autor tohoto příspěvku chce rozmělnit svou odpovědnost za to, jak byl projekt KP fakticky proveden. Naopak, součástí projektu měla být (a v zásadě i byla) i jeho odolnost proti všem politickým vlivům, zejména pak kompromisům, jež bylo na cestě za realizací třeba učinit.

---

21) Souhrnně lze autorův přístup nalézt v samostatné publikaci Tříška (1991c).



## 3.2 Investiční privatizační fondy

### 3.2.1 Vymezení problému

V předtuše budoucích problémů byly prapůvodní koncepty kupónové privatizace navrhovány tak, že v nich neměli vystupovat žádní zprostředkovatelé, tj. žádné subjekty toho typu, jakým se pak staly tzv. investiční privatizační fondy („IPF“). Důvody (nikdy nepublikované) autora tohoto příspěvku byly zhruba tyto:

- Neexistuje způsob, jak zaručit důvěryhodnost IPF-ů.
- V zemi, kde všichni teprve začínají rozumět těm nejjednodušším institucím tržní ekonomiky, je poměrně obtížné vysvětlit vztah mezi IPF-em a jeho správcem (například notářům a soudům).
- DIK-ové měli být k účasti na KP motivováni racionální úvahou, nejlépe na základě strážlivé informační kampaně; autoři technického řešení (asi na rozdíl od mnoha politiků) nestáli o „koupené“ DIK-y, tj. o účastníky, kteří se privatizace zúčastnili jen díky slibům nějakých IPF-ů. (Pozdější průzkumy ukazovaly, že účast 4 milionů občanů ČSFR byla zcela jistá a tento počet by byl z čistě technicko organizačního hlediska ideální.)
- K případné koncentraci majetkových práv a kontroly nad privatizovanými podniky mělo dojít nikoli *a priori* (na půdě IPF-ů), ale *ex post*, tj. až na sekundárním trhu s akciami (případné tlumení tohoto trhu mělo být předmětem vážné diskuse).

Nicméně, velice rychle (již na podzim roku 1990) převládlo přesvědčení, že má-li být nějaká kupónová privatizace vůbec realizována, musí mít ve svém schématu nějaké zprostředkovatele. Údajně proto, aby se této privatizace mohly zúčastnit i „babičky z Orlických hor“.

Bylo tedy třeba vytvořit systém, ve kterém by IPF-y vyvolaly pokud možno co nejmenší chaos. Ještě v dubnu 1991 navrhoval autor tohoto příspěvku zavést regulaci, podle které by každý DIK mohl IPF-ům svěřit nejvýše polovinu svých investičních bodů. Byl to samozřejmě zoufalý a definitivně poslední pokus, jak problém s IPF-y výrazně zmírnit. Stojí za povšimnutí, že pozornost, například v odborných kruzích, která tehdy byla IPF-ům věnována<sup>22</sup>, zcela zastínila desítky jiných (možná důležitějších) problémů. Navíc do domácí diskuse vnesli zmatek i experti

---

22) Viz například: Brom, Orenstein (1993), Anderson (1994), Berg, Rahm (1994), Egerer (1994), Orenstein (1994), Simoneti, Tříška (1994), Coffee (1995), Claessens (1995), Tříška (1996b).

Evropské unie, kteří prokázali naprostou neschopnost rozlišit tzv. instituce kolektivního investování (pro které EU právě přijímala nové direktivy) od IPF-ů, které měly mít zcela jinou funkci (technicky zjednodušit vstup do privatizace a vykonávat kontrolu v privatizovaném podniku).

Tak, či onak, IPF-y byly (k nelibosti autora tohoto příspěvku) v zásadě od počátku koncipovány jako integrální součást kupónové privatizace. Jejich úkolem bylo pro DIK-a zprostředkovat provedení jeho investice. Předbíháme jistě výklad, ale všichni dnes víme, že to byly tzv. Harvardské fondy HC&C Viktora Koženého, které způsobily (právem nebo neprávem) kupónové privatizaci největší starosti (v průběhu i po skončení). Aktivita IPF-ů nepochybně dala rozběhu kupónové privatizace specifickou, ne zcela žádoucí dynamiku, když se v jejím důsledku poklidný nárůst registrací z listopadu a prosince 1991 změnil v lednu 1992 v „kupónové šílenství“.

### **3.2.2 Dva modely KP**

Na podzim roku 1991 uveřejnil autor tohoto příspěvku článek, ve kterém roli IPF-ů vysvětloval pomocí porovnání našeho a tehdejšího polského systému kupónové privatizace. Jádrem této odlišnosti bylo právě v roli, kterou přidělovaly privatizačních fondů.<sup>23</sup>

V Polsku navrhovali vytvořit fondy „shora“. Z rozhodnutí vlády se mělo vytvořit několik (5–10) velkých investičních fondů, do jejichž vlastnictví se pak mělo převést – opět z rozhodnutí vlády – jisté množství akcií privatizovaných podniků. Na takto vytvořené základní jmění fondů měly tyto fondy vydat svoje vlastní akcie s tím, že právě tyto akcie měly být distribuovány mezi obyvatelstvo. Z obyvatel Polska se tak měli stát akcionáři pěti nebo nejvýše deseti investičních privatizačních fondů.

U nás byla zvolena v zásadě opačná koncepce. Investiční fondy nebyly tvořeny shora, ale zdola. To znamená, že byly vytvořeny na základě nezávislého rozhodnutí ekonomických subjektů, které to považovaly za ekonomicky výhodné. Stejně tak to nebyla vláda, ale sám občan, kdo rozhodoval, zda (a kterému) investičnímu fondu své kupóny předá, nebo zda je použije přímo na nákup akcií konkrétní akciové společnosti. Bylo tedy ponecháno na rozhodnutí občanů, zda se budou chtít stát akcionáři fondu nebo přímo některé z privatizovaných společností.

V Československu se tedy mohlo teoreticky stát, že výsledek mohl být obdobný jako podle polského projektu. Nicméně se mohlo stát i to, že

---

23) Tříška (1991a).

nebude založen ani jeden IPF a nebude tedy komu kupóny předávat. Jedinou možností by tedy bylo použít kupóny přímo na privatizované akcie. Kupónová privatizace tedy byla projektována tak, aby mohla proběhnout i bez přítomnosti IPF. Stejně tak se ale mohlo stát, že sice bude založeno více IPF-ů, ale DIK-ové je budou ignorovat. Rovněž v takovém případě by kupónová privatizace proběhla bez zprostředkovatelské funkce těchto fondů.

### **3.2.3 Volný vstup do odvětví**

Zatímco občané měli na nákup kupónových knížek a jejich registraci času více než dost, zakladatelé IPF-ů byli v podstatně jiné situaci. Pokud chtěli dodržet všechny stanovené lhůty, museli k tomu vynaložit obrovské úsilí. V *Hospodářských novinách* byl dne 1. října 1991 uveřejněn „Postup pro zakládání“, přijímání žádostí o založení IPF-ů bylo ukončeno dne 16. prosince 1991. Vlastní předkolo bylo pak zahájeno dne 1. února 1992 (viz výše uvedený harmonogram).

Připomeňme, že vše se odehrávalo v prostředí, které nemělo s podobnými institucemi vůbec žádnou zkušenost. To, že se podařilo zaregistrovat několik stovek IPF-ů, jsme považovali za zázrak – jak co do zájmu tuto funkci vykonávat, tak co do schopnosti státu tento zájem absorbovat (nejen administrativně, ale i technologicky). Bylo to v době, kdy pořád jsme ještě žasli na schopnostmi tržních sil. Na různých místech ve světě jsme cítili potřebu se svěřit s tím, že žádný centrální plánovač by něco takového nikdy nedokázal.

Hladký průběh vzniku investičních privatizačních fondů byl samozřejmě podmíněn krajním liberalismem tehdejších vlád, kdy fond mohl založit v zásadě kdokoli. Akt vstupu do odvětví finančních služeb tak byl podmíněn procedurou, která daleko více připomínala registraci než licenční řízení. Bylo a je naším hlubokým přesvědčením, že opačný proces by byl hrubou chybou. Možná by několik nepozorných DIK-ů ochránil před nepoctivci, ale zcela jistě by celou akci degradoval na státně paternalistický projekt.

A to i v případě, kdyby stát náhodou měl k dispozici úřednictvo, které by bylo schopno nějaké licenční řízení důvěryhodně provést. Již z toho, co bylo ohledně státní správy z let 1991–2 řečeno, musí být zřejmé, že případné licencování by vedlo pouze a jenom ke korupci a konec konců vyšší odpovědnosti státu za případné (profesní, či morální) selhání IPF-ů.

Neboli, náročnější licenční řízení nebyly tehdejší vlády ochotny simulovat jednak proto, že prostě na to neměly čas, ale zejména z toho důvodu, že i kdyby čas měly, nebyl tu tehdy nikdo dostatečně kvalifikovaný, kdo by tuto proceduru mohl provádět. Nacházeli jsme se v zemi, kde cenný papír nikdo neviděl čtyřicet let, a bylo by absurdní si myslet, že se tu najednou objeví skupina úředníků schopná rozpoznat, kdo s cennými papíry umí hospodařit a kdo ne.

IPF-y tedy vznikaly na základě povolení vydávaného republikovými ministerstvy pro správu národního majetku a jeho privatizaci; ve Slovenské republice bylo toto povolení vydáváno ve spolupráci s ministerstvem financí SR. Zakladatel IPF-u, který se chtěl stát správcem fondu, musel prokázat pouze to, že je právnickou osobou a že jeho základní kapitál činí alespoň 1 milion Kčs pro každý jím zakládáný IPF. Pak už musel prokazovat pouze tzv. technické a organizační předpoklady pro výkon funkce správce fondu. K žádosti o povolení se přikládal návrh zakladatelského plánu pro každý IPF, návrh smlouvy mezi správcem a vlastním IPF, návrh stanov IPF a doklad o výši základního kapitálu.

### **3.2.4 Koncentrace kontroly**

Z předcházejícího výkladu je patrné, že polský model vycházel z koncepcie, kdy se pro privatizované podniky hledal „optimální vlastník“ – optimální fond. Kontrola nad privatizovanými podniky zde měla být koncentrována do rukou několika málo, prokádrovaných fondů. Naopak kontrola nad těmito fondy měla být rozptýlena mezi velký počet drobných akcionářů s tím, že místo nich by tuto kontrolu vykonával státní dozor.

Československá varianta kupónové privatizace žádnou takovou strukturu nepředurčovala. Bylo již naznačeno, že v případě, že by nevznikly žádné IPF-y, nebo kdyby byly občany plně ignorovány, k žádné apriorní koncentraci kontroly nad podniky by nedošlo – koncentrace vlastnictví a kontroly by probíhala až na sekundárním trhu s akciemi.

Ještě před zahájením tzv. předkola jsme upozorňovali na to, že náš model umožňuje i takový vývoj situace, kdy několik málo investičních fondů získá investiční kupóny od velkého počtu občanů. Takto vytvořené silné fondy se pak mohou stát koncentrovaným akcionářem velkého počtu podniků. Právě takový výsledek by znamenal, že československý kupónový projekt vedl k výsledku, který je obdobný tomu, co jako své východisko doporučují polští ekonomové.

Na rozdíl od polského modelu však v Československu žádný takový

velký investiční fond nemohl vzniknout z vůle státu. Vzniknout mohl pouze spontánně, v konkurenci s ostatními možnými výsledky, pouze a jenom z vůle občanů. Samotná skutečnost, že fond dokázal přesvědčit velký počet občanů, aby mu předali své investiční body, o něčem svědčil – dost pravděpodobně o tom, že manažeři fondu mají některé schopnosti, které se od úspěšných podnikatelů obvykle vyžadují.

Nicméně bylo zřejmé, že existuje jeden spontánní výsledek, kterého je třeba se obávat. Za neúspěch by bylo možné považovat situaci, kdy velkou většinu kupónů by od DIK-ů získal například jediný IPF.

### **3.2.5 IPF a jeho správce**

Každý IPF se stal velký nebo malý podle toho, od kolika DIK-ů získal svoje investiční body. Všichni byli varováni, že velký fond v žádném případě nemusí být synonymem pro „úspěšný“ fond. Samotný fakt, že fond má ve vlastnictví velký objem majetku, nemusí ještě znamenat, že velký je i podíl tohoto majetku na jednoho akcionáře.

Velké i malé IPF-y byly v první vlně kupónové privatizace koncipovány jako *de facto* obyčejné akciové společnosti, ve které akcionáři volí své představenstvo a dozorčí radu. Toto představenstvo pak mělo rozhodovat v všechny nejdůležitější záležitosti týkající se hospodářského života IPF-u.

Hodně nedorozumění (zejména u zahraničních investorů) v budoucnosti způsobilo zaměňování představenstva fondu s představenstvem „správce majetku“ tohoto fondu – tzv. investiční společnosti. Dnes se zdá, že kdejaký investor si později kupoval investiční společnost v domnění, že spolu s ní si kupuje i majetek fondu. Přitom jedině, co získal, je právo tento majetek spravovat a za tuto správu si účtovat státem regulovaný poplatek (zhruba 2 % hodnoty spravovaného majetku). Tento pocit byl někdy umocněn tím, že manažeři fondů během tzv. předkola jakoby kupónové knížky od DIK-ů „kupovali“. Ve skutečnosti jedině, co koupili, bylo ono právo účtovat uvedený poplatek. Vlastní privatizovaný majetek zůstal ve fondu a tedy, *de facto*, v majetku příslušných DIK-ů.

Z druhé strany pak někteří DIK-ové jakoby v průběhu času pozapomněli na to, že za vstup do fondu již dostali (tak či onak) zaplacen.

My si zde tedy jenom připomínáme, že IPF a jeho správce byly důsledně koncipovány jako dvě vzájemně odlišné právnické osoby, které k sobě váže „pouze“ smlouva. Tato smlouva o správě mohla kdykoli skončit – například dnem, který byl v ní uveden, nebo na základě podmínek stanovených zákonem. Pokud by se tedy správce o svěřený maje-

tek fondu nestaral s náležitou péčí, mohl se IPF poohlédnout po nějakém jiném – lepším správci.

Ke změně správce mohlo samozřejmě dojít i jako důsledek zániku původního správce, například jeho úpadku (bankrotu), nebo ztráty příslušného povolení (licence). Na první pohled byl tedy správce IPF-u v nejistotě, zda IPF s ním bude chtít smlouvu o správě majetku udržovat v platnosti. Teoreticky vzato by se mohlo stát i to, že fondu by se vyplatilo protiprávně smlouvu se správcem zrušit, nahradit mu škodu s tím spojenou a ve správě svého majetku pokračovat vlastními silami. Této teoretické možnosti bránila především ta skutečnost, že přinejmenším zpočátku byly statutární orgány správce a statutární orgány IPF-u z velké části složene z totožných nebo alespoň institucionálně propojených osob.

Pro první fáze vývoje tedy byla zajištěna jednotná vůle obou právnických osob – správce i IPF. Později se tato situace mohla změnit tak, jak se mohlo měnit složení představenstva IPF-u. Fond, jako obyčejná akciová společnost, svolával valné hromady a již ta první mohla zásadním způsobem změnit složení představenstva IPF-u. Osoby původně (tj. při založení) najmenované správcem mohly být již první valnou hromadou nahrazeny zcela jinými, na správci nezávislými osobami.

Očekávalo se, že pokud by správce například příliš rychle a pod cenou prodával majetek fondu, budou akcionáři tohoto fondu protestovat. V krajním případě si mohli zvolit nové představenstvo, které by proti správci razantně zakročilo, v mezním případě by mohlo požadovat ukončení smlouvy s dosavadním správcem a najít si nového správce.

Všechna tato pravidla byla zpočátku obsažena v několika málo ustanoveních vládního nařízení. Nicméně zejména pod tlakem kampaně Harvardských fondů si Federální shromáždění vynutilo přijetí zvláštního zákona „o investičních společnostech a investičních fondech“, na jehož základě se vláda *de facto* přihlásila k odpovědnosti za něco, co nemohla zajistit – ochranu individuálních investic drobných DIK-ů.

Tento zákon navíc přinesl velmi nešťastná ustanovení regulující portfolio privatizačních fondů. Například tak bylo stanoveno, že IPF nesmí do svého majetku nabýt více než 20 % akcií jedné společnosti. Již toto ustanovení samo o sobě do celého procesu vneslo zcela zbytečné zmatení pojmů. Není náhodou, že jeho nositeli byli tehdejší emisaři Evropské unie, která právě v té době přijímala (pro zcela jiné účely a zejména ve zcela odlišném prostředí) své direktivy ohledně kolektivního investování.

### **3.2.6 Organizace a případná regulace trhu s cennými papíry**

Jemná hra mezi IPF-em a správcem byla zahájena tím, že již při založení dlužil IPF svému správci jistou finanční částku (pokrývající náklady se založením a počáteční správou). IPF však při svém založení neměl žádné hotové peníze. V jeho majetku byly po ukončení první privatizační vlny pouze akcie a otázkou samozřejmě byla otázka míry likvidity tohoto majetku, neboli schopnost těchto akcií být přeměněny v hotové peníze.

S tím jistě souvisí zcela samostatná otázka týkající se regulace trhu s akciemi. Pro jednotlivé IPF-y a jejich správce by jistě bylo extrémně nevýhodné, kdyby vláda obchodování s cennými papíry tlumila (byť pouze po jistou dobu), či dokonce zcela zakázala. Za opačný extrém pak bylo považováno ponechání sekundárního trhu zcela živelnému vývoji.

### **3.2.7 Zaknihované akcie**

Výsledná podoba našeho post-privatizačního trhu je známá a existuje o ní mnoho analýz. Podílel se na ní i samostatný zákon o cenných papírech.

Aniž bychom se pouštěli do věcných detailů této normy, připomeňme že přinesla jednu zajímavost, která je pro českou cestu privatizace mimořádně specifická z „technologického“ hlediska: Všechny akcie z kupónové privatizace (jak akcie privatizovaných podniků, tak i akcie IPF-ů) byly povinně vydány jako „zaknihované“. Nikdo tedy ve skutečnosti nedostal do ruky žádnou „fyzicky existující“ (listinnou) akcii, ale pouze výpis ze svého účtu ve Středisku cenných papírů („SCP“). Prvním a posledním listinným cenným papírem, který mnozí z nás za celý svůj život viděli, byly tedy investiční kupóny.

S institucí SCP bylo spojeno hned několik bouřlivě diskutovaných témat. Především vznikl odpor proti tomu, že v SCP jsou evidováni přímo skuteční majitelé cenných papírů, nikoli tedy jejich „zástupci“, tj. obchodníci (nebo banky), kteří majitelovy akcie spravují. Zásadním argumentem zde bylo, že ve vyspělých zemích je obvyklé zřizovat tzv. *nominee accounts*, nikoli tedy přímo účty faktického majitele. Na této diskusi bylo zajímavé například to, že o ni jevíly zájem v zásadě stejné osoby, které jinak brojily proti podvodům na kapitálovém trhu. Debata poněkud utichla ve druhé polovině devadesátých let, kdy několik mezinárodních organizací konstatovalo, že podhoubím hospodářské kriminality jsou jednak tzv. daňové ráje, jednak anonymní účty.

Opačným extrémem byl požadavek na uveřejnění všech informací

o tom, kdo konkrétně a kolik vlastní akcií. Tato diskuse byla legitimní nejen z výše uvedených důvodů boje proti kriminalitě. Široce byla totiž diskutována ta skutečnost, že pouze neanonymní akcionáři mají možnost vzájemně komunikovat a například pro účely valné hromady vytvářet ad hoc koalici.

### **3.2.8 Restrukturalizace vlastnictví**

V důsledku kupónové privatizace u nás vznikly dva typy akcionářů: za prvé to byli individuální občané, kteří svoje kupóny vyměnili přímo za akcie konkrétních akciových společností, a za druhé to byli investiční privatizační fondy.

Prvotní struktura uvedených akcionářů byla výsledkem volné soutěže všech rovnocenných možností, které kupónová privatizace před občany postavila. Předpokládalo se, že výsledné struktury budou postupně přizpůsobovány další prvky institucionálního rámce.

Například se uvažovalo i o tom, že pokud by se vláda domnívala, že prvotní struktura různých typů akcionářů nevyhovuje, mohla by do ní nejruznějšími legislativními prostředky zasáhnout. Vláda tedy mohla stanovit, že si nepřejí, aby IPF-y byly dále napojeny na banky, nebo mohla stanovit nejmenší, či naopak maximální velikost IPF-u.

### **3.2.9 Podílové fondy**

Bylo již řečeno, že důvodem autorovy původní nechuti vůči fondům byla obava, že v tehdejších poměrech nebude vždy dobře pochopen vztah mezi IPF-em a jeho správcem. Za ještě obtížnější koncept bylo ovšem třeba považovat instituci podílového fondu. Z hlediska DIK-ů zde příliš velká odlišnost (co do pochopení podstaty, nikoli funkce) není. Problémy jsou spíš v administrativě a regulaci. Rozdělení majetku na dvě části „vlastní“ a „spravovanou“ uvnitř téže právnické osoby je, troufám si tvrdit, koncept dodnes ne všem zcela jasný.

Další komplikací je pak i to, že podílové fondy jsou dvojího typu – otevřené a uzavřené. Do otevřené má investor možnost kdykoliv vstoupit a naopak i kdykoliv z něj vystoupit, tzn. získat své prostředky zpět. (Otevřený podílový fond se tedy z hlediska obsluhy svých „klientů“ velice podobá bance.) Do uzavřeného fondu lze vstupovat a vystupovat z něj pouze po splnění určité kvalifikované procedury.

Toto rozlišení zde uvádíme proto, že IPF-y byly v první vlně do systému zavedeny v té nejjednodušší možné podobě (viz výše), tj. jako oby-



čejné, uzavřené akciové společnosti. Ten, kdo své prostředky do IPF-u vložil, stal se jeho akcionářem a vystoupit z fondu mohl pouze tehdy, našel-li někoho, kdo jeho akcie odkoupil. Pokud by někdo chtěl dodatečně do IPF-u vstoupit, mohl tak učinit pouze tak, že buď odkoupil akcie od stávajícího akcionáře, anebo musel počkat, až tento IPF bude zvyšovat svůj základní kapitál vypláním nových akcií.

Až ve druhé vlně byly do kupónové privatizace zařazeny i podílové fondy s tím, že o hodně později se tyto fondy začaly otevírat.

### **3.2.10 Volba mezi fondy**

V prostředí naprostého nedostatku spolehlivých informací o čemkoli si měli DIK-ové vybrat, komu svěří své investiční body. To bylo jen živnou půdou pro to, že značná část kupónových knížek byla ze strany IPF-u získána směnou za nějakou protihodnotu. Bohužel, v uvedené věci nebyl žádný výzkum dosud proveden – lze se tedy jen dohadovat, že takto „koupené“ kupónové knížky činily zhruba 50 % portfolia IPF-ů po skončení předkola.

Zbýlých 50 % mohlo tedy být výsledkem jakéhosi racionálního rozhodování. Problematičnost rozhodování jistě existovala i v případě investice přímo do privatizovaného podniku. Nicméně u tohoto podniku alespoň existoval jeho veřejně známý název, jeho sídlo a nějaká představa o typu produkovaných statků, či služeb. Ve srovnání s tím neměly IPF-y vůbec žádnou historii.

Předkolo (viz jeho výsledky uvedené dále) tedy bylo velkou hádankou, jak co do účasti v něm, tak co do výsledné síly jednotlivých fondů. Zde se chceme nicméně zmínit o tom, že všechny IPF-y byly povinny při svém schvalování zveřejnit charakteristiky managementu fondu (tj. osob, které se budou o majetek fondu starat) i jeho statutárních orgánů (tj. představenstva, dozorčí rady atd.). Uveřejnění těchto údajů bylo ovšem již záležitostí každého schváleného IPF-u, neboť se předpokládalo, že je v jeho nejvlastnějším zájmu poskytnout veřejnosti tyto informace a jejich prostřednictvím přitáhnout zájem co největšího počtu DIK-ů. (Opět zdůrazněme, že mluvíme o těch 50-ti % DIK-ů, kteří své kupóny „neprodali“, ale ohledně své volby se rozhodovali.)

Marketing IPF-ů se na podzim roku 1991 poněkud střetl s oficiální kampaní vedenou ze strany FM a jeho Centra kupónové privatizace: Oficiálně byli DIK-ové varováni (ještě silnější to pak bylo ve druhé vlně KP), aby reklamě příliš nedůvěřovali. Protiargumenty pak zase zdůrazňovaly, že již

vysoká úroveň propagace může být jistou zárukou profesionality a důvěryhodnosti IPF-u. Neboli: ten, kdo není schopen zajistit dostatečně dobrou inzerci své práci, asi ani nabízenou práci neudělá nejlépe.

Velkým tématem té doby bylo rozhodování mezi IPF-em založeným některou z tehdejších bank a „soukromým“ fondem (prototypem byly samozřejmě fondy HC&C a později Motoinvestu). Vztahy mezi těmito dvěma skupinami se hned odpočátku vyostřily – projevem bylo i to, že vznikly dvě nezávislé asociace investičních fondů – bankovních a „soukromých“.

Opět by stálo za samostatnou studii porovnat reprezentanty obou skupin, zejména pak metody jejich marketingu. Mimořádně poučné je zde zejména celobankovní tažení proti HC&C, poprvé vrcholící v okamžiku, kdy Viktor Kožený se chtěl ujmout svých nově získaných akcionářských práv v České spořitelně.

V této souvislosti připomeňme, co jsme říkali i tehdy: „Lidé, kteří dlouhodobě pracovali v některém státním peněžním ústavu, budou muset teprve prokázat, zda dokáží dělat dobré kapitálové investice, či ne. Nikdo z nich s tím zatím nemá zkušenost. Velké banky samozřejmě skýtají jistou serióznost, ale obsahují v sobě i určité stereotypy z minulosti, kterých se velké kolosy zbavují velice těžce. Naproti tomu společnosti vznikající takříkajíc na zelené louce jsou často velmi aktivní a nezatížené lidským a institucionálním balastem, což jim dává velký prostor.“<sup>24</sup>

### **3.3 Předkolo a první kolo**

#### **3.3.1 Předkolo**

Je všeobecně známým faktem, že ze zhruba 12 miliónů občanů tehdejšího Československa, se jich KP zúčastnilo 71 % (8.54 miliónů). Zopakujme, že tato účast byla větší, než byly ony 4 miliony DIK-ů očekávané na základě průběžně prováděných průzkumů veřejného mínění.

To nás přivedlo k odhadům, že zhruba 3 miliony DIK-ů byly do KP vlákány specifickými marketingovými metodami některých IPF-ů. Pokud tato hypotéza byla pravdivá, v předkole nemohlo nepřekvapit, že z celkové kupní síly 8.54 miliard investičních bodů jich bylo 72 % vloženo do investičních fondů.

Podrobnější výsledky předkola byly tyto:

- 2.7 miliónů DIK-ů si ponechalo pro přímou investici alespoň 100 investičních bodů,

---

24) Viz Tříška (1991e).

- 6,24 miliónů DIK-ů naopak vložilo alespoň 100 investičních bodů do některého IPF-u,
- 2.2 miliónů DIK-ů si pro přímou investici ponechalo celou zásobu 100 investičních bodů.

Svým způsobem bylo tedy očekávané i rozdělení těchto bodů mezi jednotlivé IPF-y, které bylo relativně nerovnoměrné: Jedenáct největších fondů shromáždilo více než třetinu všech bodů, tj. 2,87 miliard investičních bodů. Kupní síla jedenácti největších fondů tedy byla větší než kupní síla všech zbývajících 426-ti IPF-ů. Tento fakt měl dopad na průběh následných privatizačních kol a co zejména, dal významně ovlivnil post-privatizační přízpusobování naší podnikové sféry.

### 3.3.2 Informace století

Největší možné nejistotě čelili účastníci kupónové privatizace (DIK-ové a IPF-y) dne 18. května, kdy byly zahájeny objednávky pro první kolo. Mám za to, že v historii lidstva se stane málokdy, aby se na trhu z ničeho nic objevily akcie stovek podniků s tím, že žádný z těchto podniků nikdy v minulosti nebyl podroben nabídce a poptávce. Ani prodávající (tj. stát) nevydal žádný cenový signál – všechny své akcie nabízel za stejnou cenu (vyjádřenou v investičních bodech). Preference více než tří milionů investorů se tedy na konci prvního kola zjevily z naprosté tmy. Bez jakéhokoli předchozího tržního podkladu byl tedy pro každý z 1492 podniků zrozen zcela neposkrvněný indikátor relativní poptávky („ $RD_i$ “):

$$RD_i = D_i/S_i$$

kde:

$D_i$  = počet poptávaných akcií i-tého podniku

$S_i$  = počet nabízených akcií i-tého podniku

Interpretace tohoto indikátoru je zřejmá:

$RD_i > 1$  i-tý podnik se nachází v převisu poptávky, poptáváno je více akcií, než je nabízeno. Velikost indikátoru  $RD_i$  vymezuje, jak velký tento převis je. Byla tak získána první historická informace o preferencích investorů. Ve druhém kole je tedy již možné této informace využít. Bude-li taková akcie nabízena ve druhém kole, bude nabízena za vyšší cenu než v kole prvním.

$RD_i < 1$  i-tý podnik se nachází v převisu nabídky, poptáváno je méně akcií, než je nabízeno. Opět byla získána mimořádně

hodnotná informace o poprvé vyjádřených preferencích investorů. Pro druhé kolo je zde nezbytné tyto akcie zlevnit.

**RD<sub>i</sub> = 0** Akcie i-tého podniku, při výchozí ceně z prvního kola, nechtěl vůbec nikdo. Tato informace má v jen velmi malou hodnotu – není totiž zřejmé, jak „hluboká“ je tato nulová poptávka. (Řešení tohoto problému blíže rozvedeme v dalším textu.)

Znovu opakujeme, že indikátory **RD<sub>i</sub>**,  $i = 1, 2, \dots, 1492$ , se jednoho dne, na konci prvního kola, objevily najednou po. Autor tohoto příspěvku označil na jiném místě příslušný datový soubor za „informaci století“.<sup>25</sup> Úchvatnost tohoto výsledku lze doložit i tím, že:

- uspořádání „kvality“ podniků bylo kardinální, tj. nejenže ukazovalo, které podniky jsou lepší a které horší, ale i „o kolik“,
- ohodnocení provedené 426-ti IPF-y bylo v zásadě totožné s tím, jak své upořádání provedlo 2,7 milionů individuálních DIK-ů.

Dalšímu postupu privatizačních kol se věnujeme v následující kapitole. Zde výklad uzavřeme několika poznámkami k tvorbě seznamu nabízených podniků.

## 3.4 Nabídková strana

### 3.4.1 Privatizační projekty

Jak již bylo řečeno, proces KP byl rozdělen na poptávkovou a nabídkovou stranu, kdy federace se starala převážně o poptávku (výjimkou byla její angažovanost ohledně nabídky tzv. federálních podniků) a republiky se staraly o nabídku (výjimkou byla jejich angažovanost při licencování IPF-ů).

Obecně lze konstatovat, že běžný občan měl jen malou možnost nahlédnout do postupů, na jejichž základě bylo rozhodováno:

- které podniky budou do KP zařazeny,
- zda a jak budou tyto podniky před KP organizačně či finančně restrukturalizovány,
- jaký rozsah akcí toho kterého podniku bude do KP zařazen,
- s jakými stanovami budou tyto podniky do KP vstupovat.

Formálně šlo nicméně o to, že pro každý z těchto podniků bylo třeba vypracovat zvláštní privatizační projekt, ten musel projít příslušnou schva-

---

25) Tříška (1996c)

lovací procedurou, podnik musel být převeden na akciovou společnost, vše muselo být řádně zaregistrováno v podnikovém rejstříku, atd. To vše mělo být provedeno během několika měsíců pro celkem 1 492 podniků.

To, že se tento úkol (být po jistých odkladech) nakonec zvládl, je jen dalším dokladem toho, že KP byla realizována na základě mimořádně široké společenské dohody. Na její přípravě se konec konců zúčastňovali ti, kdo měli být jejími účastníky.

### **3.4.2 Objem majetku**

Elementární úvahou každý občan samostatně zjistil, že čím více majetku bude nabídnuto a čím méně DIK-ů se KP zúčastní, tím větší bude jeho podíl. (V extrémním případě by se do KP mohl zaregistrovat třeba jediný DIK.) Jako samozřejmost jsem tedy požadovali, aby nabídka akcií byla známa nejpозději v okamžiku, kdy se každý občan rozhodoval, zda se DIK-em vůbec stane. Za rozumnou hranici jsme přitom považovali, aby na jednoho DIK-a vyšlo alespoň za 20 tisíc Kč (vyjádřeno v účetní hodnotě příslušných akcií, tržní hodnota se měla projevit až později). Protože náklady na účast činily 1035 Kč, z uvedené aritmetiky zřejmě odvodil Viktor Kožený svou „jistotu desetinásobku“.

Zmínujeme se zde o této na první pohled trivialitě především z tohoto důvodu, že v té době existoval i jiný model, na jehož základě se občané nejdřív dostali ke kupónům a o tom, co se vlastně bude nabízet, se rozhodovalo až poté, často v po sobě jdoucí řadě samostatných rozhodnutí. Takto, pro nás asi nepochopitelně, byla kupónová privatizace organizována v některých zemích bývalého Sovětského svazu. Protože v těchto zemích bylo navíc možné s kupóny obchodovat, vznikala tak trh s kupóny, aniž by byla k dispozici informace, co lze za ně koupit. Mezi mnohá mystéria fungování trhu pak patří i to, že za uvedené situace se dokáže ustavit rovnovážná cena kupónu. O její spolehlivosti se ovšem mohl Viktor Kožený přesvědčit v Ázerbajdžánu, kde zřejmě skoupil větší množství kupónů, aniž si počkal na definitivní seznam privatizovaných podniků.

### **3.4.3 Částečná privatizace**

Jak již bylo uvedeno, strategií FMF, na poptávkové straně KP, bylo v co největší míře netříštit privatizační metody. Jedním z důvodů byl požadavek zajistit, aby ve fondech národního majetku zůstalo co nejméně majetku. Neboli, pokud se rozhodlo o privatizaci nějakého podniku nějakou metodou, měl být takto privatizován podnik celý. V kupónové privatizaci takovému principu odpovídala výše zmíněná metoda 97 + 3.

Výsledkem bylo bohužel to, že průměrný poměr privatizovaných akcií byl asi 46 % a podniků, které by byly na základě KP 100 %-ně privatizovány, bylo jen několik. Diskuse, které ohledně této otázky ilustruje následující ukázka z rozhovoru, který měl autor tohoto příspěvku s J. Macháčkem z časopisu RESPEKT<sup>26</sup>:

**J.M.:** Ministr Ježek nedávno v televizním vystoupení kritizoval tzv. privatizační projektu 97 + 3 (97% na kupóny a 3% na restituční fond) jako akciový socialismus a řekl, že jeho ministerstvo bude podobné projekty posuzovat obzvláště přísně.

**D.T.:** My doufáme, že všechny projekty budou posuzovány velice přísně. Nicméně, když někdo řekne 3% akcií na restituce, jistý konkrétní počet akcií na kupóny, pak se ptám, co s tím zbytkem? Jsou dvě možnosti: buď si akcie ponechá stát, nebo se nechají nějakým jiným investorem. Půjde-li o domácí investory, pak nevím, proč ne za kupóny. Půjde-li o zahraniční, tak proč se jim neprodá celých 100%? Proč kombinovat metody? Já pro to vysvětlení nemám.

**J.M.:** Ministr Ježek často tvrdí, že musí čelit kupónovému fundamentalismu. Podle něho jsou „počítačové žokejové z FMF“ zamilováni do svého projektu a říkají: dávejte na kupóny hodně. Tomáš Ježek považuje toto jednání za nebezpečné a mluví o překračování pravomocí. Ten počítačový žokej jste vy.

#### ***3.4.4 Národnostní proporce***

Jedním z návrhů ministrů Húsky a Kováče z konce roku 1991 bylo i to, že KP by se měla zcela rozdělit na českou a slovenskou část. Faktická realizace proběhla tak, že každý DIK mohl své kupóny vkládat do českého, či slovenského IPF-u a stejně tak mohl objednávat akcie českých nebo slovenských podniků. Toto uspořádání pak vynutilo, aby na straně nabídky byla zajištěn poměr hodnoty nabízeného majetku 2 : 1. (Českých akcií tedy bylo za zhruba 200 mld Kčs a slovenských za 100 mld Kčs.) Po skončení první vlny pak bylo zjištěno, že proporcionálně více slovenských DIK-ů a IPF-ů získalo české akcie. (Po rozpadu federace byl tento výsledek, zcela nesprávně, spojován s jednáním o dělení majetku.)

---

26) Viz Macháček (1991), Ježek (2001).

### **3.4.5 Chybějící informace**

Není již asi třeba opakovat, že účetní údaje o ekonomické výkonnosti našich podniků z přelomu let 1991–92 mohly mít jen malou relevanci pro jejich případný další vývoj. Dva typy informací však význam mít mohly a přesto na ně nikdo ani nepomyslel:

- Nebylo všeobecně známo, že banky, které byly privatizovány v první vlně (Komerční banka, Investiční banka, Česká spořitelna) byly před tím finančně sanovány, a to pomocí akcií podniků zařazených do KP. Tato skutečnost přitom hrála významnou roli při ovládní příslušných podniků, kdy v některých z nich vystupovali „ve shodě“ jak banka, tak i její privatizační fond.
- Zcela stranou jakékoli pozornosti zůstaly stanovy privatizovaných akciových společností. Autorovi tohoto příspěvku není do dnešního dne známo, že by na toto téma kdokoli pronesl jakýkoli názor. Pro potenciálního akcionáře je přitom důležité, zda v příslušném podniku je založen tzv. rakousko-německý model dělby moci, nebo model anglo-americký. Jen malou hodnotu může mít například podnik, ve kterém je představenstvo voleno dozorčí radou s tím, že tuto dozorčí radu v zásadě volí zaměstnanci.

Tento nedostatek zbytečně přispěl k jisté informační nerovnosti investorů na začátku prvního kola – viz dále.

## **3.5 Druhá a třetí vlna**

### **3.5.1 Obecná charakteristika**

Laskavý čtenáři si jistě všiml, že předložená analýza se téměř výhradně týká první vlny KP. Důvodem je zejména to, že druhá vlna již proběhla v „novém“ politickém, společenském a ekonomickém prostředí. Snad v ničem nebylo možné toto prostředí srovnat s tím, co bylo charakteristické pro Československo z 18. května 1992, kdy se zahajovalo první kolo první vlny.

Jinak řečeno, druhá vlna již neměla téměř žádný transformačního náboj – její význam nebylo možné v ničem srovnat s historickou rolí, kterou sehrála vlna první. Navíc bylo až neuvěřitelné, že, na rozdíl od Slovenska, kde druhou vlnu zrušili, česká vláda nemusela o její provedení bojovat ani s těmi nejzarytějšími opozičními politiky. Její provedení přijali všichni jako přirozené završení transformační politiky vlády a tím se tato privatizační vlna stala téměř rutinní záležitostí – jakkoli to může znít komicky.

Navíc, jak již bylo naznačeno, druhá vlna byla provedena v zásadě stejným způsobem jako vlna první. Odmyslíme-li si nepřítomnost slovenského prvku, zřejmě jedinou reálně postřehnutelnou změnou bylo to, že kromě investičních fondů se mohly KP nově zúčastnit i tzv. podílové fondy.

Ke změně tedy nedošlo ani co do ceny registrační známky. Na okraj tedy připomeňme, že autor tohoto příspěvku opět jednou neuspěl se svým návrhem, když se domníval, že tentokráte by měla být registrace pro každého DIK-a dražší, nejlépe za 10 000,- Kč. Jako domácí úkol si laskavý čtenář může rozmyslet, jaké (zásadní!) dopady by tato (vele-jednoduchá) změna měla na samotnou povahu druhé vlny.

### **3.5.2 Opakovaná nabídka 180 podniků**

První vlna byla pro drtivou většinu obyvatel první historickou možností, jak získat nějaký cenný papír. Druhé vlny se již zúčastňovali většinou reální akcionáři, a navíc za situace, kdy již fungovaly veřejné trhy s cennými papíry – burza a RM-S.

Zvláště zajímavé situace tedy vznikaly v případech, kdy se za kupóny prodávaly akcie již obchodované na veřejném trhu. Nešlo o okrajovou záležitost – týkalo se to celkem 180 podniků, z nichž asi nejvýznamnější byl ČEZ.

Tyto podniky již měly své nové majitele a pro případného zájemce to měla být důležitá informace. Na takovém podniku se tedy již mohl projevit (pozitivní či negativní) důsledek privatizačního procesu.

S tím souvisí i to, že již v prvním privatizačním kole bylo k dispozici „nějaké“ ocenění některých akcií. K dispozici tedy byly informace, které v první privatizační vlně nikdo k dispozici mít nemohl. Na rozdíl od první vlny se tedy o některých nabízených podnicích vědělo, že trh (jakkoli nezralý) je považuje za lepší. Přesto byly i v tomto případě v první kole všechny akcie nabídnuty za stejnou cenu – viz dále.

### **3.5.3 Třetí vlna**

Přestože vzniklo několik návrhů na razantnější „doprivatizaci“ ekonomiky, nic většího (či dokonce masovějšího) již stát nezorganizoval.<sup>27</sup> Nijak to nepřekvapilo, neboť už u druhé vlny byla cítit jistá privatizační ochablost a její realizaci nakonec zachránilo především to, že byla součástí oficiálního projektu. (KP privatizace byly vždy prezentována tak, že sestává ze dvou vln.)

---

27) Kocourek (1995), Tříška (1995a)



Kromě únavy z privatizování (viz naše úvahy výše), bylo v té době cítit i to, že v roce 1995 začala vláda V. Klause postupně ztrácet svůj původní, všeobjímající mandát. To se nakonec plně projevilo v následujících parlamentních volbách (červen 1996).

Za „třetí“ vlnu tedy byly označovány transakce na sekundárním trhu, v jejichž důsledku docházelo k očekávané koncentraci vlastnictví. Tato aktivita je spojována se jmény Pavel Tykač a Motoinvest<sup>28</sup>. Podrobnější výklad pozitivních a negativních jevů na tomto trhu by ovšem již silně překročil téma tohoto příspěvku.

## 4. CENOVÝ MODEL

### 4.1 Vymezení problému

#### 4.1.1 Výchozí nabídka a poptávka

Situace před prvním privatizačním kolem shrňme takto:

- na straně nabídky byl (po uzavření seznamů podniků vstupujících do KP) majetek v účetní hodnotě zhruba 300,- miliard Kčs rozdělený do 3 miliony kusů akcií, z nichž každá měla nominální hodnotu 1000,- Kč; tyto akcie reprezentovaly kapitál celkového počtu 1492 podniků,
- na straně poptávky bylo (po ukončení registrace) 8,54 miliardy investičních bodů reprezentujících (po ukončení předkola) celkovou kupní sílu 2,7 miliónů DIK-ů a 426 investičních privatizačních fondů.

Na 1 investičních bod tedy připadalo 0,035 kusu akcie ( $3\ 000\ 000 / 8\ 500\ 000\ 000 = 0,035$ ). Neboli, jednomu tisíci bodů, které měl každý DIK k dispozici, odpovídalo zhruba 35 kusů tisícikorunových akcií. Za sto bodů tedy mohl DIK získat v průměru 3,5 akcie.

Ještě jinak řečeno: jedna tisícikorunová akcie měla průběrnou „cenu“ 28,57 investičního bodu ( $1000/35 = 28,57$ ).

#### 4.1.2 Politické zadání

Úkolem organizátora aukce (kterým bylo Federální ministerstvo financí a jeho Centrum kupónové privatizace) bylo tyto akcie „vydražit“ tak, aby:

- nabízené akcie byly pokud možno všechny prodány,
- každý investor (DIK a IPF) měl možnost spotřebovat pokud možno všechny investiční body, které při registraci, či v předkole získal.

---

28) Tříška (1994a, 1994b), Tykač (1996), Tříška (1996d),

Přirozeným požadavkem bylo výše uvedené úkoly splnit co nerychleji. Nepochybně platí, že za libovolných okolností by bylo neúnosné, aby se celá akce protahovala. Nicméně v případě první vlny tento imperativ zesiloval exponenciálně s tím, jak se blížilo rozdělení federace (s ním, kromě jiného, zánik FMF a jeho kompetencí). Organizátor se tak dostal pod mimořádně silný tlak, aby postup aukčních kol, který začal dne 18. května 1991, bezpečně skončil do konce tohoto roku 1991.

### **4.1.3 Konvergence aukčních kol**

Výše uvedené politické zadání ještě posílilo diskuse, které v odborných kruzích probíhaly ohledně toho, zda výše zformulovaná úloha má vůbec řešení, tj. zda kupónová aukce, tak jak byla navržena, může vůbec konvergovat.<sup>29</sup>

Nekonvergence zde představuje ten zcela tragický stav, kdy aukční systém se „rozkmitá“, tj. kdy v každém privatizačním kole se vytvoří dvě významné (vždy odlišné) skupiny podniků s tím, že pro první skupinu je poptávka nulová, zatímco pro druhou nastane beznadějný převis poptávky. V extrémním případě by se teoreticky mohlo stát i to, že všichni investoři by se vždy soustředili na jediný (v každém kole odlišný) podnik a ostatních 1491 podniků by v tomto kole zcela ignorovali.

Konvergence aukčního systému představuje sice mimořádně zajímavou, ale rovněž i silně netriviální úlohu z oboru mikroekonomické analýzy, a to té její nejvyspělejší části – teorie her a vyjednávání. Autoři řešení se dnes chlubí tím, že nejenže zajistili hladký postup aukčních kol, ale dokonce předem vypočítali, kolik těchto kol bude.<sup>30</sup> Jejich kritici, po první vlně namítali, že uvedené výpočty byly naplněny náhodou. Odpovědí bylo, že ve druhé vlně byl celý proces téměř identicky zopakován.

V uvedeném slova smyslu lze tedy kupónovou privatizaci rovněž považovat za zcela bezprecedentní cvičení z oboru aplikované mikroekonomie.<sup>31</sup> Jde o mimořádně silný důkaz potenciálu ekonomické vědy a další argument ve prospěch její nadřazenosti vůči ostatním společenským oborům poznávání.<sup>32</sup> Institucionálně vzato je pak možná pozorou-

---

29) Kýn (1991), Brada (1992).

30) Cenový model spolu s autorem tohoto příspěvku zpracovali L. Pospíšil a M. Štěpánek na základě dřívější spolupráce – viz například Tříška, Pospíšil, Štěpánek (1989), Pospíšil, Štěpánek, Tříška (1990).

31) Katz, Owen (1995, 1996), Hillion, Young (1995), Hingorani, Lehn, Makhija (1995), Makhija, Spiro (1996), Hlavsa (1996).

32) Viz též Tříška (1999).

hodné i to, že díky KP se do našeho právního řádu (v roce 1991!) dostaly takové pojmy ekonomické teorie jako například nabídka a poptávka, jejich převis či rovnováha. Zdůrazněme, že těmto analytickým nástrojům se do té doby oficiální učebnice (tzv. politické ekonomie socialismu) důsledně vyhýbaly.

Vrátíme-li se k podstatě řešení problému konvergence, pak vychází zejména z těchto principů:

- 1) místo cen akcií byly pro objednávání zavedeny tzv. kurzy akcií,
- 2) akcie byly pro každé nové privatizační kolo mírně nadhodnocovány,
- 3) systém aukcí byl asymetrický ve dvou směrech:
  - při převisu nabídky se postupovalo jinak než při převisu poptávky,
  - při převisu poptávky se přistupovalo k IPF-ům jinak než k DIK-ům.

Následující oddíly se k těmto principům vyjádří poněkud podrobněji.

#### 4.2 Ceny a kurzy

Jistou komplikací, kterou ovšem každý DIK a IPF hravě překonal, reprezentovala skutečnost, že místo toho, aby se pro akcii vyhlašovala cena, vyhlašoval se kurs. Například místo ceny „5 bodů/kus“ se použil kurs „20 za 100“, tj. „20 akcií za 100 investičních bodů“. Uvedený vztah reprezentuje tato převodní tabulka

<b>Cena</b> (počet bodů za 1 akcii)	100/1	50/1	33,3/1	25/1	...	1/1	0,8/1	0,55/1	0,5/1
<b>Kurs</b> (počet akcií za 100 bodů)	1/100	2/100	3/100	4/100	...	100/100	125/100	180/100	200/100

Z této tabulky je jistě vidět, že například kurs **2/100** je „drahý“, protože mu odpovídá relativně vysoká cena 50 bodů za 1 akcii. Naopak kurs **125/100** je „levný“, protože mu odpovídá nízká cena **0,8/1**.

Rovněž je z tabulky patrný jistý problém použití kursů místo cen: V oblasti drahých kursů se poněkud ztrácí jejich rozlišovací podrobnost. Například uvedený kurs „**2/100**“ lze zlevnit pouze na **3/100**, což se může zdát jako příliš hrubá změna ceny pro účely jemného přizpůsobování nabídky a poptávky.

Nicméně důvody pro zavedení kursů místo cen byly vážné. Především se podařilo jejich prostřednictvím vést investory k tomu, aby objednáva-

li v rozumně vymezených „dávkách“ (tzv. lotech), tj. nikoli například po jedné akci. Dáno to bylo tím, že nejmenší investiční kupón měl nominální hodnotu 100 bodů. Při kursu akcie například 45/100 tedy musel každý DIK objednat alespoň 45 kusů – technicky mu bylo zabráněno, aby objednal třeba jen dva kusy této akcie. Tím se zabránilo nepřiměřenému a zbytečnému prodlužování privatizační vlny.

### 4.3 Převisy nabídky

#### 4.3.1 Velký převis

Připomeňme, že kursy akcií byly v prvním kole pro všechny podniky stejné – 3/100. Tento kurs v zásadě reprezentoval výše vypočítanou průměrnou cenu akcie. Touto cestou organizátor aukce demonstroval, že z jeho hlediska není mezi nabízenými podniky žádný rozdíl co do jejich „kvality“. Především v tomto prvním kole se tedy dalo očekávat, že akcie se rozdělí pouze na ty, které nikdo nechce a ty, které chtějí všichni. (Výrazně takový výsledek ovšem nastal až v prvním kole druhé vlny, kdy informovanost o „reálné hodnotě“ nabízených akcií byla přece jen výrazně vyšší.)

Nicméně zde se zabýváme jiným problémem. Demonstrujme jej na příkladu, kdy v prvním kole se nabízí, kromě jiného i 125 000 akcií podniku XYZ s tím, že v tomto kole činí celková poptávka pouze 12 000 kusů. U těchto akcií, jinak řečeno, došlo k výraznému převisu nabídky. Příslušný ukazatel  $RD_{XYZ}$  zde činí 0,09, tj.:

$$RD_{XYZ} = 12\,000/125\,000 = 0,09$$

V absolutním vyjádření jde o to, že o 113 000 akcií podniku XYZ nikdo neprojevil zájem (125 000 – 12 000 = 113 000).

Jednou z možností, která byla pro takový případ uvažována, navrhovala všechny objednávky zrušit, celý původním souborem 125 000 akcií převést do druhého kola a tam nabídnout na levnější kurs.<sup>33</sup> Přijato bylo všem řešením, při kterém to, co bylo objednáno, se při  $RD_{XYZ} < 1$ , vždy i prodalo. V uvedeném příkladě tedy mělo být do druhého kola převedeno pouze zbývajících 113 000 kusů.

V uvedeném příkladu indikuje hodnota ukazatele  $RD_{XYZ} = 0,09$ , že pro akcie podniku XYZ bude třeba původní kurs 3/100 výrazně zlevnit, například na 15/100. Při zvoleném řešení to ovšem znamenalo, že ti, kdo v prvním kole koupili akcie XYZ, moc výhodnou investici neudělali. Tato

---

33) Viz Kýn (1991).

hrozba měla investory přimět k disciplině, tj. k tomu, aby své objednávky prováděli zcela vážně, nikoli „jen tak na zkoušku“.

Realizovaný cenový model vycházel z toho, že právě tato zkušenost (či toto nebezpečí špatné investice) racionální investory přiměje k chování, které je ve svém důsledku konvergentní.

### **4.3.2 Malý převis**

Mějme opačný případ, kdy v prvním kole, při kursu 3/100, je objednáno právě všech 125 000 akcií podniku XYZ. Takový případ sice nikdy nenastal, nicméně kdyby nastal, reakce na něj by byla zjevná – všechny akcie by se prodaly a podnik XYZ by byl vyřazen ze seznamu podniků pro druhé kolo.

Velice časté byly naopak případy, kdy ukazatel **RD** byl jen o málo menší než jedna. V našem příkladu by to znamenalo, že pro podnik XYZ by celková poptávka v prvním kole činila například 124 889 akcií (ukazatel  $RD_{XYZ}$  tedy činí 0,99). V případech, kdy převis nabídky byl takto zanedbatelně malý, se mohlo postupovat tak, že zbylé akcie se z důvodu vyšší přehlednosti již do dalšího kola nepřivedou. Pokud se však převedly, pak s výrazně dražším kursem.

### **4.3.3 Nulová poptávka**

Postrachem organizátora aukce byly situace, kdy by pro uvedený podnik platilo, že  $RD_{XYZ} = 0$ , tj. kdy poptávka po této akcií byla v příslušném kole nulová. Taková situace sice během celé historie KP nikdy nenastala (i to je pozoruhodné!), vícekrát se však stalo, že ukazatel **RD** byl nule hodně blízký.

Nulová (či extrémně malá) poptávka je pro organizátora aukce nepřijemná proto, že přestože vynaložil náklady na zorganizování příslušného privatizačního kola, nezískal to, co potřeboval – informaci, na jejímž základě by mohl stanovit kurs pro kolo následující. Jediné, co organizátor při nulové poptávce po podniku XYZ ví, je to, že takovou akcií má zlevnit. Bohužel, při nulovém  $RD_{XYZ}$  organizátor neví „o kolik“.

Například z výchozího kurzu 3/100 lze zlevnit na 15/100, ale i 97/100. Přitom hrozí, že nenulová poptávka se objeví až při kursu, například, 6000 akcií za 100 bodů. Kdyby se měl organizátor ke kursu 6000/100 přibližovat postupně, trvalo by mu to třeba i několik desítek privatizačních kol.

Tolik času (ani finančních prostředků) organizátor jistě neměl. Proto musel, a byl za to v tisku kritizován, na nulovou poptávku zareagovat tak,

aby s jistotou nějakou poptávku vyprovokoval. Jedinou cestou bylo extrémní podhodnocení kursu akcie podniku XYZ, tj. umělé vytvoření pokud možno zřetelného převisu poptávky  $RD_{XYZ} > 1$ . Při tomto výsledku sice organizátor rovněž žádnou takovou akcii neprodá (viz dále), nicméně ohledně podniku XYZ již získá informaci, která mu umožní zorientovat se v preferencích investorů a „rozumě“ nastavit kurs pro další kolo.

#### **4.4 Převis poptávky**

##### **4.4.1 Možnosti řešení**

Vztah  $RD_{XYZ} > 1$  říká, že v daném privatizačním kole bylo u podniku XYZ objednáno více jeho akcií, než kolik jich bylo nabízeno. Při přípravě cenového modelu se zvažovaly tyto dva přístupy, jak se s tímto typem převisu vypořádat:

- Lze stanovit kritérium, podle kterého se některým objednavatelům jejich objednávky „z úředního rozhodnutí“ zkrátí (sníží) nebo dokonce zruší. Například se uvažovalo použít pravidla „kdo dřív přijde, ten bude dřív obsloužen“, na jehož základě by se pak rušily objednávky podané po jistém datu.
- Druhý přístup říká, že zrušeny budou všechny objednávky a všechny takto neprodané akcie by se převedou do dalšího kola a tam se nabídnou za dražší kurs.

Výsledný model byl, opět v zájmu lepší konvergence systému, kombinací uvedených dvou přístupů. Jeho součástí se totiž stalo tzv. krácení objednávek IPF-ů.

##### **4.4.2 Krácení objednávek**

Po poměrně komplikovaných jednáních se všemi zainteresovanými „orgány“ se nakonec přijal kompromis, podle kterého bylo možné objednávky IPF-ů administrativně snížit v případech, kdy celkový převis poptávky byl u daného podniku bude menší než 25 %, tj. v případech, kdy

$$1 < RD_{XYZ} < 1,25$$

Tím byla do systému zavedena druhá již zmíněná asymetrie, tentokrát založená na tom, že k IPF-ům se přistupovalo jinak než k DIK-ům. Důvody, proč se objednávky DIK-ů také nekrátily, byly převážně technické. Například komunikace s několika sty IPF-y ohledně tohoto krácení byla podstatně jednodušší, než by byla s miliony DIK-ů. Hrozilo tedy, že DIK-ové by mohli ztratit přehled o tom, kolik investičních bodů jim pro další privatizační kola fakticky zbývá.

Uvedené opatření mělo rovněž ukázat ty IPF-y, které by se snad snažily díky své kupní síle úmyslně narušovat průběh KP tím, že by úmyslně vyvolaly převis. (Individuální DIK žádný převis sám o sobě vyvolat nemohl.)

#### **4.4.3 Zrušení objednávek**

Jestliže u konkrétního podniku XYZ došlo k převisu poptávky a pokud nebylo možné tento převis vyřešit krácením IPF-ů (tj. vždy, kdy  $RD_{XYZ} > 1,25$ ), všechny objednávky, které byly v daném privatizačním kole učiněny, byly zrušeny a tento výsledek byl pro podnik XYZ uveřejněn v seznamu podniků nabízených v dalším kole.

V důsledku takového výsledku:

- nikdo v daném kole nezískal žádné akcie podniku XYZ,
- všechny investiční body, které byly do podniku XYZ investovány, bylo možné použít v dalších kolech.

Pro zajímavost uvedme, že v průběhu první vlny skutečně nastaly případy, kdy investor své investiční body objednával stále jen do převisových, vždy odlišných akcií a během celé první vlny se mu tedy nepodařilo vůbec nic koupit a skončit tedy se všemi neutracenými investičními body. Teoretická možnost, že by se tato nehoda stala i některému IPF-u sice nenastala, nicméně v i případě IPF-ů bylo zajímavé sledovat, kolik kterému IPF-u na konci privatizačního kola zbylo nespotřebovaných investičních bodů. Taková informace nepochybně patří do kategorie „obchodní tajemství“. Akcionáři by se nicméně mohli ptát, zda jejich IPF-u na konci první vlny zbylo více bodů, než byl průměr (7,2 % původní kupní síly – viz dále.)

### **4.5 Výpočet kursů**

#### **4.5.1 Vybáženost relativních kursů**

Pro konstrukci cenového modelu měla zásadní význam elementární poučka ekonomické teorie, která říká, že pojem „absolutní ceny“ nemá téměř žádnou vypovídací hodnotu a že jediné, čím má smysl se zabývat, jsou „relativní ceny“. Jinak řečeno, není důležité, kolik které zboží stojí, důležité je pouze to, o kolik je toto zboží dražší nebo levnější než nějaké jiné zboží.

Vzájemné vztahy mezi cenami akcií celkem 1492 podniků není jednoduché podchytit. Výchozí je zde ovšem požadavek, aby tyto kursy byly

vzájemně „vyvážené“ v tom slova smyslu, aby v průběhu privatizačních kol ubývaly akcie a investiční body v zásadě stejnou „rychlostí“. Jinak řečeno:

- kdyby byly některé akcie nevyváženě levné, sice by se třeba všechny prodaly, ale při nerovnoměrné poptávce by některým investořům mohly v ruce zůstat velké objemy nespotřebovaných investičních bodů,
- kdyby byly naopak některé akcie nevyváženě drahé, hrozilo by, že někteří investoři utratí své body příliš rychle, tj. v době, kdy na prodej ještě zbývá velký počet akcií.

Nebylo tedy možné kursy akcií jen tak „nějak“ zlevnit, či zdražit. Musely se hledat příslušné relace mezi těmito kursy s tím, že klíčovou relaci zajišťoval výše uvedený požadavek „vyváženosti“. Byla přitom zvolena mírného nadhodnocování kursů – tak, aby investiční body, s postupem privatizačních kol, ubývaly poněkud rychleji než akcie.

Výsledkem této strategie bylo, že na konci pátého (posledního) kola první vlny zůstalo neprodáno 7,2 % akcií, zatímco nespotřebováno zůstalo 1,2 % investičních bodů.

#### **4.5.2 Výpočet nového kursu**

Hlavní myšlenky algoritmu pro výpočtu nových kursů pro každé následující kolo je možné, při velkém zjednodušení, zformulovat takto<sup>34</sup>:

- 1) Stanoveny byly vždy nejdříve veličiny  $\lambda = p/c$ , kde:
  - $\lambda$  relativní cena akcie
  - $p$  cena akcie
  - $c$  průměrná cena akcie (podíl zbylých investičních bodů ku zbylému počtu nabízených akcií)
- 2) Pro účely kroku 1) byly podniky převáděné do dalšího kola rozděleny do skupin. V zásadě šlo o tyto kategorie podniků:
  - I) Podniky s „malou poptávkou“, tj. s ukazatelem **RD** < 0,3. Pro tyto společnosti je cena snižována, a to v zásadě úměrně velikosti **RD**.
  - II) Podniky pro které je  $0,3 < \mathbf{RD} < 0,9$ . Pro tuto skupinu zůstala cena v zásadě nezměněna.

---

34) Podrobnější popis lze nalézt v nepublikovaném pracovním materiálu Pospíšil, Štěpánek (1991) a zejména pak v dokumentaci, která byla zpracovávána po každém privatizačním kole.



- III) Podniky pro které je  $0,9 < \mathbf{RD} < 1,0$ . Malý zbytek akcií převáděných do dalšího kola zvyšoval pravděpodobnost, že dojde k převisu poptávky. Cena pro další kolo proto byla zvýšena.
  - IV) Převisové podniky s  $1,0 < \mathbf{RD} < 1,25$ , tj. podniky umožňující vyřešení převisu . krácením objednávek IPF-ů.
  - V) Převisové podniky s  $\mathbf{RD} > 1,25$ . Cena se v tomto případě zvýšila velikosti převisu.
- 3) Na takto vytvořený soubor nových cen byly uvaleny výše uvedené podmínky vyvážení.
- 4) Vyvážené ceny byly převedeny na kursy a pro takto získané kursy bylo provedeno druhé vyvážení. (Při transformaci cen na kursy dochází k odchylkám v důsledku zaokrouhlování.)

### **4.5.3 Hypotéza nevěrného DIK-a**

Uvedený popis je jen rámcový a samozřejmě není schopen prezentovat všechny rafinovanosti cenového modelu. Pro ilustraci proto zmiňme problém, který je v ekonomické teorii označován jako elasticita poptávky.

V případě KP šlo o to, zda například DIK, který se svou objednávkou v jednom kole neuspěje (z důvodu převisu poptávky), tuto objednávku plně nebo alespoň zčásti zopakuje v kole následujícím. Jinak řečeno, „věrný“ DIK se bude svého podniku držet i po zdražení jeho akcií. (Například proto, že v něm pracuje jako ředitel.)

Bylo tedy třeba odhadnout, zda či jak hodně je investor citlivý na cenu akcie. Případ necitlivého, tj. věrného DIK-a problém konvergence systému výrazně zjednodušuje. Výsledek byl překvapující, protože DIK-ové i IPF-y prokázali v průběhu celé první vlny relativně vysokou nevěru svým investicím z předchozího kola. A to přestože v roce 1992 nemohl mít nikdo z nich o „faktické“ kvalitě privatizovaných podniků žádnou důvěryhodnou informaci.

Cenový model tedy musel vzít toto zjištění do úvahy a nakonec se mu podařilo tuto promiskuitu investorů celkem dobře zvládnout.

### **4.6 Problém manipulace s cenami**

Je důležité zdůraznit, že podstatná část cenového modelu byla automatizovaná, tj. příslušná data vždy zpracovaly počítače. Důvody byly přinejmenším dva. Jednak nebylo v lidských silách zpracovat tak velký objem dat „ručně“, jednak bylo třeba předejít podezřením z jakékoli manipulace.

Bezpečnost organizátora aukce ovšem nemohla být závislá na tom, zda

se někomu podaří nebo nepodaří proniknout do systému, například do jeho počítačové sítě. U tak významného a politicky citlivého projektu je třeba celý systém zajistit podstatně spolehlivěji. Nejlépe tím, že v něm v žádném okamžiku jeho fungování prostě nevzniknou žádné informace, které by měly hodnotu, tj. které by mělo smysl zneužít.

Autoři projektu dobře tušili, že proti KP (konec konců jako proti jakékoli privatizaci) bude posléze útočeno z nejrůznějších pozic a že obvinění z nepoctivosti a zmanipulovanosti jsou ty první na řadě. Na to musela být celá KP a zejména pak její cenový model připraveny. Bylo zřejmé, že u akce tohoto rozměru nebude stačit, když nikdo nikdy tento systém nezneužije, i když nepoctivci se mohou objevit kdekoli, či mohou svou nepoctivost třeba jen, byť za úplatu, předstírat. Za podstatně důležitější proto dnes považujeme to, že se podařilo vybudovat systém, který všechny relevantní informace okamžitě uveřejňuje. Jinak řečeno, do dnešního dne (podzim 2001) se nikomu nepodařilo prokázat jediný důvod, proč by mělo být pro kohokoli výhodné nelegálně se zmocnit nějaké informace, která při zpracování objednávek a stanovování nových kursů vznikala.

Zdůrazněme, že k této obezřetnosti při projektování nevedla autory jejich přichylnost k pravdě a lásce, ale, jak již naznačeno, ryzí egoismus, tj. péče o svou vlastní bezpečnost.

## **5. POST-PRIVATIZAČNÍ VÝVOJ**

### **5.1 Vize katastrof**

#### **5.1.1 Rozpornost hodnocení**

Hodnocení dalšího vývoje české ekonomiky je jistě mimořádně obtížný úkol hned z několika důvodů. Na prvním místě stojí silný konflikt zájmů mnoha hodnotitelů, včetně autora tohoto příspěvku a tedy jejich apriorní zaujatost. Blíže k nezávislému hodnocení by tedy měla mít akademická obec, případně osoby, které se na provedení KP přímo nepodílely.<sup>35</sup>

Nepřekvapí tedy, že již samotná otázka, zda vývoj společnosti jako celku byl po skončení druhé vlny KP (jde o léta 1995 a následující) pozitivní nebo negativní. V tomto rámci je pak třeba se ptát, zda je možné poměřovat ekonomiku a zbytek společnosti. Do jaké míry byla (a stále je) například transformace podnikové sféry méně úspěšná než například transformace školství, soudnictví, divadelnictví apod.

---

35) Viz například Matesová (1995), Mládek (1995), Bokros (2001), Kočenda (2001).

Soustředíme-li se na ekonomiku, pak si jistě všichni vybavujeme, že na jedné straně jsou šířena hesla o spálené, resp. vytunelované zemi, na druhé straně jsme i ze zahraničí slyšeli mnohé oslavné ódy.<sup>36</sup> Nicméně, přinejmenším v těchto chvílích (podzim 2001) převládl stereotyp, že „nejdříve to s českou ekonomikou šlo celkem dobře, ale pak se to nějak pokazilo“. Negativní hodnocení pak bylo odvozováno zejména od srovnávání naší ekonomiky s tím, co se odehrávalo v Polsku a Maďarsku (pozoruhodně stranou zájmu vždy zůstávala bývalá NDR).

Komplikace s každou analýzou dále pokračují tím, že bez ohledu na to, zda analytik vývoj ekonomiky chválí či kritizuje, měl by jistě doložit, které faktory byly pro její vývoj určující, jakou roli mezi nimi hrála privatizace obecně a jakou roli sehrála volba té či oné privatizační metody.

Stanovisko autora tohoto příspěvku je samozřejmě takové, že vývoj české společnosti byl mimořádně úspěšný a že významný podíl na tomto úspěchu měla i razance, se kterou se do zbytků komunismu zahryzla KP. Pokud můj optimismus (přes již deklarovaný konflikt zájmů) někoho překvapí, dovolím si znovu odkázat na úvodní inventuru v zásadě neřešitelných problémů, které před společností stály, a zejména pak na institucionální východiska, v jejichž rámci byla transformace společnosti zahájena.

### **5.1.2 Měřítka katastrof**

Poněkud menší zaujatost možná projeví autor tohoto příspěvku ohledně vývoje v jiných zemích, například v post-komunistickém Rusku. Opět pro mnohé překvapivě tento autor neustále dokládá, že výsledky této země jsou pro něj naprosto nečekaným, ba fenomenálním úspěchem.<sup>37</sup> Označili tedy někdo faktický vývoj v této zemi za „katastrofu“, pouze tím dokládá, že ani náznakem nepochopil gigantický rozměr a smrtelnou povahu problémů, před kterými tato země stála v roce 1990.

Není přitom pravda, že výchozí situace mění měřítko hodnocení. O tom nás jistě přesvědčí Jugoslávie, jejíž výchozí pozice byla jakoby nevhodnější, k níž jsme například my po celou dobu reálného socialismu závistivě vzhlíželi, a pro jejíž návštěvu jsme museli potupně žádat o výjezdní doložky. Nepřehlédněme tedy, že pojem „katastrofa“ a „spálená země“ bychom si měli vyhradit pro ten případ, kdy i my se zúčastňujeme

---

36) Viz např. Pohl (1997).

37) Pro obdobné hodnocení viz Hájek, Klaus (2001).

me bombardování hlavního města transformující se (či příliš pomalu se transformující) země.

## **5.2 Vliv způsobu privatizace**

### **5.2.1 Privatizace zdola**

Privatizaci na zelené louce nelze dost dobře ani zahájit, pokud je celá ekonomika vlastněná státem.

Neboli: jistě nelze zakládat žádné nové podniky v zemi, kde 100% všech nemovitostí okupují státní podniky, případně JZD. Vstup do odvětví je za těchto okolností nemožný, tj. prohibitivně nákladný. Ještě v letech 1990–92 nebylo jednoduché najít kancelářské prostory a pokud někdo nevládnul garáž, jen těžko si mohl otevřít dílnu nebo obchod.

Pouze rychlé rozbití státního vlastnického monopolu mohlo uvolnit například drobnému a střednímu stavu cestu k podnikání. Ale nejen to, vždy jsme tvrdili (viz výše uvedené principy privatizace), že zahraniční investoři k nám vstoupí až po privatizaci, a že nikdy se nemohou stát jejím hybatelem.

Význam státních pobídek je naprosto zanedbatelný (až směšný) ve srovnání s pružností trhu s nemovitostmi a pracovní silou. Pokud by původní majetky zůstaly v rukou státu, ohledně každé z akcí by muselo proběhnout příslušné privatizační řízení. Co dnes obnáší, je vidět na všech tzv. doprivatizačních akcích.

### **5.2.2 Privatizace shora dolů**

Nicméně se omezme na privatizace shora dolů. V tomto případě je třeba takto rozlišit privatizační metody:

- 1) standardní („britská“, či „case by case“) privatizace,
- 2) nestandardní, transformační privatizační postupy, kterými u nás byly všechny postupy tak či onak vyvolané zvláštnostmi komunistického dědictví:
  - a) tzv. malá privatizace,
  - b) restituce,
  - c) transformace zemědělských družstev,
  - d) kupónová privatizace.

Možná to bude znít jako překvapení, ale žádné z uvedených metod nebyla nikdy dávana žádná přednost. Například byly všechny do jedné považovány za obdobně riskantní pro vládu, která se v odborných knihách

dočetla, že za každou privatizaci, bude nakonec ostře kritizována a že (paradoxně) nejbezpečnější je privatizaci oddalovat s vysvětlením, že se na ni připravuje.<sup>38</sup>

### **5.2.3 Kritéria hodnocení**

Mnohokrát bylo zdůrazněno<sup>39</sup>, že pro hodnocení privatizace (shora dolů) mají zásadní význam kritéria dvou odlišných typů:

- v první řadě jde o vlastnosti samotného procesu, zejména pak o jeho, čistotu, transparentnost, či dokonce nezkorumpovanost,
- v návaznosti na to lze pak hodnotit dopad privatizace na následnou efektivnost privatizovaných podniků a-nebo ekonomiky jako celku.

Podle kritéria sub 1) nemůže být nejmenších pochyb, že se žádná jiná privatizační technika co do čistoty provedení nemůže s kupónovou privatizací ani jen srovnat. Kritériem sub 2) se zabýváme v dalším. Zvláštní pozornost přitom věnujeme tomu, co je vládní privatizační politice vytýkáno nejvíce – opomenutí „mravního rozměru“.

## **5.3 Etika podnikání**

Zejména v letech 1997–1998 jsme v Česku absolvovali sebemrškačskou fázi svého transformačního rozvoje. Byla stejně důležitá jako cokoli, co se zde fakticky odehrálo, například i proto, aby nikdo ani na vteřinu nepřipustil podceňování jakékoli hospodářské kriminality.

Nicméně si dovolím učinit několik poznámek, které snad přiblíží faktický rozměr tohoto problému u nás, a možná i skutečné motivy těch, kteří by nás rádi prezentovali jako zkorumpovaný národ.

### **5.3.1 Praní špinavých peněz a daňové úniky**

Co se týče objemu šedé ekonomiky v post-komunistických zemích, podle některých analýz je na špici Rusko, kde její podíl údajně činí až 50 %. Nebudeme tady zpochybňovat metody, pomocí nichž bylo toto číslo zjištěno, a budeme brát jako fakt, že každý druhý rubl je v Rusku vydělán jakýmsi nelegálním způsobem.

Ten, kdo je šokován, by měl ovšem vědět i to, že stejný pramen (*The Economist*, May 3rd, 1997) uvádí, že v mnoha západních zemích činí tento podíl neméně šokujících 14–25 %.

---

38) Jako významná učebnice oboru v té době posloužila monografie Vicker, Yarrow (1988).

39) Klaus (1999).

Již méně překvapivé to ovšem bude, vezmeme-li v úvahu již takové jevy, jakými je obchod s narkotiky (na Západě jistě větší než na Východě) a zaměstnávání ilegálních rezidentů (s ohledem na odhadované počty ilegálních Mexičanů v USA lze tušit, jak velké daňové úniky jsou spojeny s jejich zaměstnáváním na kalifornských farmách). Vzhledem k velikosti obrátu v těchto oborech se pak lze jenom ptát, zda se skutečně všechny ty ilegální peněžní prostředky „vyperou“ v našem regionu, či zda se náhodou podstatná část těchto „šedých a černých“ peněz nevypere tam, kde vznikly.

### **5.3.2 Tunelování bank**

Chtělo by se především říci, že bankovní podvody („tunely“) jsou stejně staré jako banky samy. Z poslední doby jsou mimořádně zajímavé dva případy z relativně vyspělého světa:

- Francie proslula případem „Credit Lyonnais“. Tato státem vlastněná banka vytvořila na konci devadesátých let (a nebylo to poprvé) pozoruhodný objem „špatných úvěrů“, tentokrát ve výši zhruba 20 mld. USD (slovy „dolarů“). I ve Francii se spekuluje, jak velkou část tvoří manažerské omyly, a do jaké míry jde o jeden velký tunel.
- Obdobné diskuse se vedou ohledně švédského bankovního sektoru, který za poměrně krátké období přelomu osmdesátých a devadesátých let vytvořil ztrátu 9 mld USD.
- Zcela mimo naše měřítka se pak nacházejí dnešní odhady kumulovaných ztrát japonského finančního sektoru – 250 mld. USD.

Nic z toho samozřejmě neobhájí hospodářskou kriminalitu. Nemůže být nejmenších pochyb, že stát musí najít všechny prostředky k tomu, aby ty, kteří se provinili, potrestal. Jediné, na co zde chceme upozornit, je poměr závažnosti problémů tranzitivních ekonomik, a rozsahu transformačních nákladů, s nimiž bylo jejich řešení spojeno. Opět ovšem zdůrazníme, že použití hodnotově neutrálního pojmu „transformační náklad“ nic nemění na normativitě požadavku, aby zloději skončili co nejdříve ve vězení.

### **5.3.3 Prototyp spekulanta**

Zemím v našem regionu a s naším osudem je často vyčítáno, že v nich zatím dominují spekulanti typu Kožený či Berezovskij. Rovněž my jsme v úvodu zmínili, že nám chybí noví hrdinové kapitalistické práce typu Ford, Gates a Baťa. Přiznejme, že po jedenácti letech jsme v tomto směru poněkud zklamáni.

Nelze vyloučit, že jedním z důvodů je právě privatizace. Ti, kdo dnes vládnou ekonomice, jsou tak či onak s privatizací spojeni. Nemůže tomu být jinak v zemi, která v roce 1990 začínala se 100% státního vlastnictví. Již jsme přitom řekli, že privatizátor není ničím jiným než finančním spekulantem. To platí z definice, a stejně tak platí, že nikde na světě nejsou finanční spekulanti obecně považováni za národní vzory. A to navzdory tomu, že jen v londýnském City se několik set tisíc těchto spekulantů svou tvrdou prací významně podílí na tvorbě HDP Velké Británie.

Vítězem transformačního běhu tedy zatím nemůže být nikdo jiný než finanční spekulant. Aniž bychom se chtěli kohokoli zastávat, prostě si jen těžko dovedeme představit, jak by měl vypadat a co by měl všechno udělat náš privatizátor, aby si o něm širší veřejnost nemyslela, že je zločinec.

### **5.3.4 Fenomén Kožený**

Kupónová privatizace je neodmyslitelně spojena s Viktorem Koženým. Bohužel, tento podnikatel bude v Česku již asi navždy považován za negativního hrdinu. Každopádně se stal (ať už po zásluze, či nikoli) ztělesněním toho, co se kupónové privatizaci nepodařilo. K tomu je těžko co dodat, snad jen několik poznámek:

- Viktor Kožený byl na FMF po dobu asi tří měsíců (na jaře 1990) neoficiálním poradcem autora tohoto příspěvku. Z počtu několik desítek obdobných poradců byl jedním z mála, kdo naši práci nezdržovali a od nichž jsme se i něco užitečného dozvěděli.
- Aktivity Viktora Koženého jako účastníka KP nás zneklidňovaly. Téměř nic z toho, co udělal, nebylo v souladu s našimi plány. Jeho kampaň *Jistota desetinasobku* silně narušila naše představy o optimálním počtu DIK-ů – viz výklad na jiném místě. (Velice podobně ovšem zapůsobil Pavel Tykač a kampaň jeho Motoinvestu *Akcionáři plačte*.)
- Ještě větší obavy než z HC&C jsme měli z bankovních privatizačních fondů. Jejich přítomnost v KP považuji za důsledek špatného odhadu schopnosti „lidí z ulice“ zakládat IPF-y. Jejich výsledný počet 426 každého šokoval. Předpokládám, že kdyby Finanční rada ČSFR tento výsledek správně odhadla, bankovní IPF-y by do KP nebyly připuštěny. Jejich problematický přínos se pak poprvé naplno projevil organizováním útoků právě proti Viktoru Koženému (bez ohledu na to, jak velmi kontroverzní ve skutečnosti byl). To pochopitelně ved-

lo k radikalizaci proti-strany, která se pak začala chovat ještě problémoveji.

- Úspěch v čemkoli, tedy i v podnikání, je běh na dlouhou trať, který vyžaduje dobře zvládnout hned několik vzájemně odlišných disciplin. Jednou z nich je projevování „lidské vřelosti“, jinou je „práce s médii“. Z obou těchto disciplín dostal Viktor Kožený pětiku s vykřičníkem (ke škodě KP).
- Neexistuje žádný důkaz, že Viktor Kožený někoho okradl. Z podnikatelských hledisek se pak zdá, že jeho jediným skutečně vážným omylem byl Ázerbajdžán. Nicméně, celý ázerbajdžánský podnik zcela jistě nelze považovat za holý nesmysl, jak konec konců dokládá i spoluúčast dalších investorů, včetně několika amerických politiků. Nemůže být tedy pochyb o tom, že kdyby akce Ázerbajdžán vyšla, a ona vyjít mohla, z Viktora Koženého by dnes byl investor světového formátu. A to by nám všem umožnilo rychle zapomenout na všechny bolístky, které nám snad způsobil.

### **5.3.5 Ekonomická teorie a morálka**

Poněkud nad rámec výkladu o etice podnikání a podnikatelů se stručně zastavme o „etice“ samotné ekonomické vědy, o níž se mezi pražskými intelektuály zřejmě traduje, že vychovává netvory s jediným zájmem – hromadit peníze.

Pokusíme se zde tedy doložit, že pravý opak je pravdou: ekonomie jediná dokázala uvedený problém alespoň trochu srozumitelně uchopit a vydat o něm jakési netriviální soudy. Zřetelně dokonce platí, že do té míry, do jaké se autorovi podaří uvedené téma zpracovat, má poněkud větší naději, že bude odměněn – například Nobelovou cenou. Ilustrujme to tedy na některých ekonomických kategoriích, které již svým názvem laikovi naznačí, že ekonomii není problém morálky cizí.

Například *moral hazard* je koncept, pomocí něhož ekonomie vysvětluje „nemravnost“ chování firem či spotřebitelů, kteří se často spoléhají na ochranu poskytovanou ze strany státu (jako universální pojišťovny) nebo komerčních pojišťovacích ústavů. Skutečnost, že Mezinárodní měnový fond, v roli nadnárodní pojišťovny zahraničních investorů zahaňuje jejich peníze tu v Mexiku, tu na Dálném východě. Tuto skutečnost má ekonomie tendenci považovat za příčinu vzniku dalších krizí. Neboli, dnešní záchrana tzv. kampaňkářů nemůže nevyvolat „nemravné“ očeká-



vání, že každý, kdo se svými penězi nerozumě naloží, bude rovněž odškodněn.

Pod označením *Crime and regulation* se skrývá ta část ekonomické teorie zločinnosti, která slavila mimořádné úspěchy při vysvětlování korupce a obecné kriminality v rozvojových zemích. Byli to ekonomové, kdo prokázal, že jedno nevhodné slovo zákonodárce ohledně daní způsobí nárůst „šedé“ ekonomiky až o 25 %.

*Principial-Agent Theory* byla, jako aplikace matematické teorie her, aplikována na analýzu nesouladu zájmů (a morálních hodnot) managementu firmy a jejího majitele (akcionáře). Nikdo zatím nedokázal věrněji popsat principy vyjednávání těchto dvou subjektů a v návaznosti navrhnout konkrétní (dostatečně „spravedlivé“) varianty pro optimalizaci „dělby moci v podniku“.

Pomocí modelů založených na tzv. *asymetrii informací* byly nahrazena „nemravná“ výběrová řízení podstatně objektivnějšími postupy.

*Public Choice School* nám jasně vysvětlila, jak je to vlastně s morálkou politiků, jak je třeba rozumět takovým pojmům, jakými jsou „veřejný zájem“, či dokonce „veřejné“ blaho. Žádný jiný obor poznání neřekl jasněji a zřetelněji, jaký to „užitek“ ve skutečnosti maximalizují politici a státní úředníci.

### **5.3.6 Kupónová privatizace**

Stejně jako s každou jinou privatizací, i s KP je spojována neetická aktivita některých subjektů, zejména pak jejich chování na tzv. kapitálovém trhu v průběhu sekundární koncentrace vlastnictví.

Obdobně je kritizováno chování velkých akcionářů vůči akcionářům menším, kdy ti první údajně dokázali za zády těch druhých privatizovaný podnik „vytunelovat“. Velkého mediálního zájmu se jistě dočkaly (faktické či domnělé) problémy těch IPF-ů, jejichž správce se údajně choval, jakoby mu majetek fondu patřil.

Opět se pokusíme tyto problémy okomentovat:

- Nikdo nemohl být na pochybách (viz výše), že při tak velkém manévru jakým je transformace společnosti (včetně KP!) dojde i k podvodům a jiným formám nečestného chování. Úkolem architektů transformace nemohlo být těmto jevům zcela zabránit, ale, cynicky vyjádřeno, optimalizovat jejich rozměr, tj. minimalizovat tzv. transformační náklady.

- Ani ve velmi vyspělých ekonomikách, s mimořádně dobře vybavenou infrastrukturou právních institucí není vždy jednoduché rozlišit podvod od podnikatelského neúspěchu (viz výše). Neúspěšný podnikatel není, z definice, schopen dostát svým závazkům. Proto je neodolatelně lákavé označit jej za podvodníka. Kupónové privatizace se významně týká to, že zhruba 80% československé ekonomiky bylo v roce 1990 technicky vzato na pokraji bankrotu a že podniky zařazené do KP (až na výjimky, jakými byly banky) nebyly předem finančně restrukturalizovány.
- Specifickým nástrojem boje za výše uvedený cíl byly v KP armády drobných akcionářů, jejichž úkolem bylo svůj majetek střežit, opět cynicky řečeno například proto, že jeho případnou ztrátu pocítí a proti případným nepravostem, byť *ex post*, razantně vystoupí. Považovali jsme za důležité, aby případný nepoctivec již poškozoval konkrétního člověka, nikoli anonymní stát. V zemích, kde privatizace postupovala pomaleji, byl okrádán stát, což ovšem vyvolalo jen zlomek té odezvy, kterou bylo možné pozorovat u nás.

## **5.4 Efektivnost privatizovaného podniku**

### **5.4.1 Východiska kritiky**

Vláda ČR vydala v roce 1999 zprávu, která měla dokládat, že podniky, které prošly kupónovou privatizací, jsou dnes méně výkonné než jiné podniky. Opatrnější analytici dávají na jednu stranu privatizaci do rukou „strategického (zahraničního) investora“, na druhou, méně efektivní, pak kladou všechny ostatní privatizační metody.

Kupónové privatizaci se tedy zřejmě vyčítá, že majetek, který mohl být svěřen zodpovědnému majiteli, byl předán slabým DIK-ům a neschopným IPF-ům.

### **5.4.2 Fenomén AZNP**

Jako příklad hodný následování se uvádí AZNP Mladá Boleslav a její (doufejme že trvajcí) úspěch. Pokusme se tedy tento příklad stručně okomentovat:

1) Asi se málo ví, že to byli protagonisté KP, kteří stáli (spolu s mnoha jinými) u zrodu tohoto projektu. Bylo to totiž Federální ministerstvo financí, které podle tehdy platných předpisů muselo tento *joint-venture* formálně schválit.

2) Byla již zmínka o před-privatizační finanční restrukturalizaci původního AZNP. Měli bychom tedy vždy důsledně rozlišovat, zda je privatizován „očišťený“ podnik, nebo „podnik tak jak je“. Zopakujme, že principem KP bylo právě to, že se žádné finanční restrukturalizace neprováděly – především proto, že pro 1492 podniků něco takového nebylo zvládnutelné.

3) Je empiricky prokázáno, že podniky, za jejichž přežití a-nebo dokonce efektivnost převzala odpovědnost vláda, přežívají „čirou náhodou“ snadněji. Evidentním příkladem jsou samozřejmě státní a polostátní podniky. Dalším příkladem jsou podniky (například banky), za jejichž přežití přebírá stát odpovědnost proto, že je silně reguluje (cenově, pomocí vstupních licencí apod. – viz výše). Třetím, možná nejméně viditelným příkladem jsou ovšem podniky, pro které vláda individuálně vybrala strategického investora. I zde platí, že vláda se cítí odpovědná za to, že její výběr byl správný. O tom, že každá vláda (se svým rozpočtem) je schopna (například prostřednictvím státních zakázek) zajistit prosperitu jakémukoli podniku, nemůže být vůbec pochyb. Často tak činí nepřímou, či dokonce nevědomě. Většinou se však za své aktivity v tomto směru nijak nestydí.<sup>40</sup>

### **5.4.3 Řešení KP**

Silou kupónové privatizace proto byla její anonymita. Kus jako kus – všichni byli hozeni do stejné vody. Na cestu dostali jen „Klausovy“ transformační polštáře<sup>41</sup> (jejich význam se ukázal hned po té, co se vyprázdnily), zbytek měl být na nich – jen ty efektivní podniky měly přežít.

Vrátíme-li se k úvodním principům privatizace, pak dosažení efektivnosti privatizovaného podniku jejím cílem není. On totiž dokonce ani neexistuje žádný empirický důkaz o tom, že soukromý podnik je vždy nutně efektivnější než podnik státní. Pointa je jiná, neefektivní soukromý podnik se na trhu udrží hůře, než neefektivní státní podnik. Neboli, ty soukromé podniky, které přežijí, jsou nutně jen ty efektivní.

Zopakujme tedy, že cílem privatizace je efektivnost ekonomiky jako celku, když už mluvíme o jejím ekonomickém cíli, který, jak již bylo řečeno, v tranzitivních ekonomikách nemusí být vždy ten nejdůležitější.

---

40) Viz současné (je podzim2001) řešení efektivnosti podniku Aero Vodochody, kde je strategickým partnerem slovatný Boeing.

41) Klaus (1994b).

## 6. SHRUTÍ A ZÁVĚRY

### 6.1 Hlavní cíle

Předložený příspěvek měl především tyto dva cíle:

- a) chtěl připomenout okolnosti, za nichž se v letech 1990–1992 rozhodlo o tom, kde se nacházíme, kam se chceme dostat a jak se tam můžeme dostat,
- b) měl ukázat, že při vší rozervanosti té doby a všeobecném chaosu, ve kterém se vláda nutně nacházela:
  - rozhodnutí o kupónové privatizaci a způsobu jejího provedení bylo výsledkem velice trpělivého a zodpovědně provedeného politického jednání („národního konsensu“),
  - vlastní realizace (na poprávkové straně projektu) byla provedena za účasti mnoha odborníků z domova i z ciziny, po mnoha oponenturách a testech.

Až ve druhém plánu je tedy předložený příspěvek jakousi apologetikou projektu, který se dnes často stává předmětem dosti ostré kritiky.<sup>42</sup> V tomto směru se autor ovšem průběžně přiznává ke zjevnému konfliktu zájmů, a tedy i zaujatosti.

### 6.2 Politické kompromisy

Každá myslitelná varianta provedení KP byla tehdy podrobena mnoha oponentním posudkům – doma i v zahraničí. Na tomto procesu se podílely desítky osob – z těch nejslavnějších jmen tedy uvedme například Gary Beckera a Rudi Dornbushe (za tábor sympatizantů), Stanley Fischera a Joseph Stiglitze (za tábor kritiků; první kritické poznámky jsme od Stiglitze slyšeli již v roce 1991 na semináři v pražském hotelu Forum).

Navíc: bez ohledu na výsledek transformace jako celku a jeho rozporné hodnocení je třeba říci především to, že v letech 1990–1992 nebyl v odborné obci nikdo, kdo by měl hotový recept, jak transformační rébus vyřešit. Na podporu argumentu, že KP nebyla ztřeštěným nápadem hrstky nezodpovědných intelektuálů toužících po slávě jsme ji zde představili jako přirozenou aplikaci standardních nepeněžních platebních pokázek. Uvedli jsme dokonce hned několik literárních pramenů, které mluví o použití kupónů v privatizaci – na Západě i Východě.

---

42) Viz například Stiglitz (1999), Mlčoch (1997, 2001).

Samostatnou poznámku je třeba věnovat tomu, že názory odborné veřejnosti mohly být vyslyšeny pouze v případě, že nenarušovaly nalezení politické dohody. Z mnoha důvodů tedy bylo stanovisko „prostého“ poslance z východního Slovenska cennější než názor profesora slovně americké university. A tak se snadno mohlo stát, že některé, třeba i velmi racionální návrhy (například samotného autora tohoto příspěvku) musely být obětovány ve prospěch postupu vpřed.

### **6.3 Výchova ke kapitalismu**

Máme za to, že díky kupónové privatizaci mohly být těm nejširším skupinám obyvatel hned na počátku transformačního procesu vysvětlovány nejdůležitější instituce tržní ekonomiky.

Všichni víme, že na přední místo mezi těmito institucemi patří důvěra, případně dobrá pověst. To, zda mezi obchodními partnery, tj. mezi subjekty toho kterého trhu vzniká nebo naopak nevzniká prostředí důvěry, má zcela podstatný význam pro jeho efektivnost a další rozvoj.

Nikdo nikdy nepochyboval o tom, že mnohým DIK-ům se v kupónové privatizaci jejich investiční rozhodnutí nepovede – například proto, že jejich IPF se k nim nezachová poctivě. Bylo však třeba se co nejdříve začít učit, že v tržní ekonomice se za takovéto chyby velice drazé platí.

Kupónová privatizace tuto lekci nabídla za 1035,- Kč. Na mnoha místech bylo v této souvislosti řečeno, že příště nás taková lekce může stát celoživotní úspory.

## **7. LITERATURA**

### **7.1. Vlastní prameny**

Tříška, Pospíšil, Štěpánek: *Bargaining in Imperfect Markets*, mimeo, Ekonomický ústav ČSAV, 1989.

Tříška D.: *Political, Organizational, and Legislative Aspects of Mass Privatization*, Privatization in Central and Eastern Europe, CEEP, Ljubljana 1991a.

Tříška D.: *O vítězích a poražených*, Sobotní telegraf, 13.6.1991b.

Tříška D.: *Proč a jak kupovat a prodávat akcie za investiční kupóny*, Gennex. Praha 1991c.

Tříška D.: *Investiční fondy: Fakta a mýty*, Ekonom. Praha 1991d.

Tříška D.: *Rozhovor s I. Šatavovou*, Ekonom, 13.–19. 12. 1991e.

- Tříška D.: *Voucher Privatization in Czechoslovakia*, In: Privatization in Central and Eastern Europe. CEEPN, Ljubljana 1992.
- Tříška D.: *Post-privatization Securities Markets*, Proceedings from the O.E.C.D. annual meeting of the working group on privatization, Paris, France, March 2–4, 1994a.
- Tříška D.: *Postprivatizační restrukturalizace vlastnictví*, in: Dnešní fáze restrukturalizace vlastnických vztahů v ČR – úspěchy a problémy, Česká společnost ekonomická, září 1994b.
- Tříška D.: *Třetí vlna privatizace*, přednáška pro Valné shromáždění České společnosti ekonomické, listopad 1995.
- Tříška D.: *Ekonomické funkce obchodního zákoníku*, in: Nad novelou obchodního zákoníku, Liberální institut, Prague, 1996a.
- Tříška D.: *The Role of Investment Funds in the Czech Republic*, The Czech Management Center, 1996b.
- Tříška D.: Pricing of Stock Issues, Proceedings of the 19th EFFAS Congress, Barcelona, September 1996c.
- Tříška D.: *Post-privatization ownership structure and competition*, The Mont Pelerin Society Meeting, Vienna, September 1996d.
- Tříška D.: *Fond národního majetku*, Ekonomika, právo a politika č. 2/1999. CEP, Praha 1999.
- Tříška D.: *Teorie užitku – tvrdé jádro analýzy společenského chování*, In: Ekonomie jako imperiální věda (editor M. Čihák), Česká společnost ekonomická, Praha, listopad 1999.
- Tříška D.: *Rozpočtové omezení pacienta a jeho informovanost*, Ekonomika, právo a politika č. 9/2001. CEP, Praha 2001.

## 7.2 Ostatní prameny

- Anderson R. E.: *Voucher Funds in the Transition Economies: Czech and Slovak Example*, The World Bank working paper, March 1994.
- Berg Ch, Rahm M.: *Voucher Privatization in the Czech Republic*, Osteconomiska institutet working paper No. 81, March 1994
- Bokros L.: *Rozdílné cesty visegradských dvojčat k relativní prosperitě*, Finance a úvěr 4/2001
- Brada, J. C.: *The Mechanics of the Voucher Plan in Czechoslovakia*, Radio Free Europe and Radio Liberty Research Report, April 1992.
- Brom, K., Orenstein, M.: *The „Privatized Sector“ in the Czech Republic*, IEWS working paper, December 1993
- Claessens S.: *Corporate Governance and Equity Prices: Evidence from the*

- Czech and Slovak Republics*, The World Bank working paper, March 1995.
- Coffee J. C.: *Institutional Investors in Transitional Economies: Lessons from the Czech Experience*, Columbia University, March 1995.
- Egerer R.: *Investment Funds and Corporate Governance in Emerging Markets: An Assessment of the Top Ten Voucher Funds in the Czech Republic*, The World Bank working paper, 1994.
- Feige, E. L.: *Perestroika and Socialist privatization*, příspěvek pro mezinárodní konferenci „Entrepreneurship in the World Economy“, Moscow, November 13–16, 1989.
- Frydman, R., Rapaczynski, A., Earle, J. S. *The Privatization process in Central Europe*, Central European University, 1993.
- Frydman, R., Rapaczynski, A.: *Privatization process in Eastern Europe: Is the State Withering Away?*, Central European University, 1994.
- Hájek P., Klaus V.: *Narovinu*, Rabbit & Rabbit, 2001.
- Hillion P., Young S. D.: *The Czechoslovak Privatization Auction: An empirical Investigation*, INSEAD and California Institute of Technology, April 1995.
- Hinds M.: *Issues in the Introduction of Market Forces in Eastern European Socialist Economies*, The World Bank working paper, Duben 1990.
- Hingorani A., Lehn K., Makhija A. K.: *Investor behavior in mass privatization: the case of the Czech voucher scheme*, University of Pittsburgh, 1995.
- Hlavsa A.: *Určování kursů akcií v kupónové privatizaci*, diplomová práce, MFF UK, 1996.
- Ježek T.: *Před tržním rizikem stát chránit nemá, před zloději ano*, Hospodářské noviny, 13. 11. 2001.
- Katz B. B., Owen J.: *Optimal Voucher privatization fund bids*, Stern School of Business, New York University 1995.
- The Investment Choices of Voucher Holders and Their Impact on Privatized Firm Performance*, Stern School of Business, New York University, 1996.
- Klaus V.: *Budeme podniky privatizovat, anebo sanovat?*, in: Nemám rád katastrofické scénáře, Sagit 1991.

- Privatization Experience: The Czech Case*, přednáška pro International Chamber of Commerce Meeting, Cancún, Mexico, October 21, 1993.
- Systemic change: The Delicate Mixture of Intentions and Spontaneity*, in: Dismantling Socialism: An Interim Report, kompendium článků z let 1992–1994, Praha, září 1994a
- Transformation Rules: The Hypothesis of Two Cushions*, in: Dismantling Socialism: An Interim Report, kompendium článků z let 1992–1994, Praha, září 1994b
- Země, kde se již dva roky nevládne*, CEP 1999.
- Kocourek, M.: *Co je to završení privatizačního procesu*, Česká společnost ekonomická, červen 1995.
- Kočenda, E.: *Transformace a konvergence ve střední a východní Evropě*, Finance a úvěr 4/2001.
- Kýn O.: *Trh, kupony a investiční fondy*, CERGE, únor 1991.
- Lewandowski, J., Szomburg, J.: *Uwłaszczenie jako fundamentreformy społeczno-gospodarczej*, in: Propozycje przekształcen polskiej gospodarki, warszawa 1989
- Lodal L. M.: *Saving Perestroika: Gorbachev's Next Steps*, The Atlantic Council of the United States, Washington, D. C. 1990.
- Macháček, J.: *Rozhovor s D. Třískou*, Respekt, 11.–17. 11. 1991.
- Makhija A. K., Spiro, M.: *Ownership structure as a determinant of share value: Evidence form newly privatized Czech Firms*, University of Pittsburgh, 1996.
- Matesová J.: *Does Mass Privatization Spur Restructuring?*, The Czech Management Center, Working Papers Series 12 (1995).
- Mládek J.: *Mass Privatization: A First Assessment of the Results*, Central European University, Prague 1994.
- Mlčoch, L.: *Role státu v privatizovaných podnicích*, Česká společnost ekonomická, říjen 1997
- Mlčoch L.: *Deset lekcí z deseti let české transformace*, Finance a úvěr 4/2001
- Orenstein, M.: *Voucher Privatization and Restructuring in Slovakia*, IEWS working paper, July 1994
- Pečínka B.: *ČR – léta devadesátá*, Barrister & Principal, 2000.
- Pohl G.: *Privatization, Corporate Governance and the Performance of*



- Manufacturing Firms in the Czech Republic and Central Europe*, Česká společnost ekonomická, březen 1997
- Pospíšil L., Štěpánek, M., Tříška, D.: *Directly unproductive profit seeking activities under central planning*, Acta Polytechnica, 14 (IV, 1) 1990.
- Pospíšil L., Štěpánek, M.: *Stanovování cen akcií v procesu kupónové privatizace*, nepublikovaný pracovní materiál ze dne 5. 6. 1991.
- Shafik N.: *Making a Market: Coupon Privatization in the Czech and Slovak Republics*, Policy research working paper No. 1231, World Bank, December 1993.
- Shafik N.: *Information and Price Determination Under Mass Privatization*, Policy research working paper No. 1305, World Bank, June 1994.
- Simoneti M.,  
Tříška D. (eds.): *Investment Funds as Intermediaries of Privatization*, CEPN, Ljubljana 1994.
- Stiglitz J. E.: *Whither Reform? Ten Years of the Transition*, Keynote Address Paper prepared for the Annual Bank Conference on Development Economics, Washington, D. C., April 1999.
- Švejnar J.: *Strategie ekonomické přeměny Československa*, (nedatováno, pravděpodobně březen-duben 1990)
- Tykač, P.: *Dnešní téma očima mé každodenní praxe*, In: Post-privatizační restrukturalizace vlastnictví v České republice, Česká společnost ekonomická, květen 1995.
- Vickers, J., Yarrow, G.: *Privatization – An Economic Analysis*, Cambridge, Mass, MIT Press 1988.



# **B**

## *Doplňkové texty*



# K desátému výročí zahájení kupónové privatizace

*Václav Klaus*

Desáté výročí zahájení kupónové privatizace v naší zemi vyvolalo další kolo diskuse o jejím významu a úspěchu (či neúspěchu). Opět máme příležitost slyšet celou škálu – většinou politicky motivovaných – interpretací, opakujících známé slogany o „krádeži století“, o „privatizaci bez kapitálu“, o „všudypřítomném tunelování“, které se odpůrci české transformace vždy snažili a snaží i dnes na kupónovou privatizaci nalepit. Jen málokdo se pokouší kupónovou privatizaci hodnotit s porozuměním problémům doby jejího vzniku a se znalostí skutečné podstaty a smyslu tohoto unikátního, originálního a podle mého přesvědčení úspěšného projektu.

Pád komunismu nás postavil před úkol vytvořit z hospodářství téměř úplně vlastněného a řízeného státem co nejrychleji fungující tržní ekonomiku. Pokoušet se o dosažení tohoto cíle bez vytvoření od státu oddělených soukromých podnikatelských subjektů nebylo možné. Proto muselo dojít k hromadné privatizaci státního majetku.

Pro tento úkol neexistoval žádný precedens. Privatizační postupy známé na Západě byly téměř nepoužitelné. Zahraniční investoři k nám směřovali pouze v míře velmi omezené, vědomi si všeobecné nejistoty a rizik ekonomiky v totálním přerodu, odříznuté od tradičních trhů a vyžadující gigantické investice prakticky ve všech oblastech. V zemi neexistoval soukromý kapitál, ani pro tento účel využitelné a dostačující úspory obyvatelstva. Přesto nebylo možné občanům, které minulý režim ožebračil, upřít právo podílet se na privatizaci a zbavit je šance uplatnit své schopnosti a talent i v podnikatelské oblasti. Metodou, která umožnila obejít tato omezení a dát privatizaci dostatečnou podporu občanů, byla právě kupónová privatizace.

Její základní ideou nebylo nalézt pro daný podnik ideální vlastníky, přinést mu kapitál, trhy či nový výrobní program. Proto jsou kritiky, které jí nenaplnění těchto záměrů vyčítají, zcela liché. Základní ideou kupónové privatizace bylo docílit rychlého oddělení podniků od státu, který už neměl mandát, sílu, schopnosti, ale ani finanční prostředky podni-

kovou sféru řídit a spravovat. Jejím smyslem bylo nalézt prvního, nikoliv konečného vlastníka a to způsobem, který bude jasný, transparentní a otevřený pro všechny občany. Vytvoření konečné stabilní vlastnické struktury tato metoda ponechala na následném, státem neorganizovaném působení tržních sil, které dostaly touto cestou pro svůj rozvoj neobyčejně silný impuls.

Tyto cíle kupónová privatizace splnila, a to s menšími náklady pro společnost, než jaké by přinesl postup, kdy by se sám stát pokoušel stovkám podniků vybrat optimálního vlastníka. Přijetí takového postupu by znamenalo ponechat na dlouhou dobu většinu ekonomiky v předprivatizační agónii, vystavit státem formálně vlastněné, ale nekontrolovatelné podniky rozsáhlému rozkrádání ze strany jejich dočasných managementů cestou spontánní privatizace, ztratit podporu veřejnosti pro masovou privatizaci a zatáhnout státní aparát do nesmírně složitého, desetiletí trvajícího a korupci plodícího vyjednávání s potenciálními investory.

Kupónová privatizace byla nezbytným a rozsahem úkolu vynuceným doplňkem celé řady dalších privatizačních metod, které byly uplatněny paralelně s ní. Na to se rádo zapomíná a všechny problémy transformace podnikové sféry jsou přisuzovány kupónové privatizaci.

Ne ve všech ohledech odpovídala realizovaná podoba kupónové privatizace původním představám svých autorů. Faktem, který podstatně modifikoval její průběh i výsledky, byl vznik a rozsah působení investičních privatizačních fondů, které se prosadily až po jejím zahájení. Jejich zásluhou se stala kupónová privatizace daleko masovějším projektem, než kdokoli původně předpokládal, se všemi problémy z toho plynoucími. Druhou, a podle mého soudu zásadní, modifikací celého konceptu byla idea prosazená zahraničními poradci, kteří nám vnutili, že je kupónová privatizace variantou kolektivního investování, které má být podrobena standardním pravidlům omezujícím investiční riziko. Investiční riziko privatizující se české ekonomiky bylo ohromné, informační deficit zásadní a samotná kupónová privatizace byla právě proto občanům předložena jako šance na investiční příležitost s minimálním vkladem, která i při velmi vysokém riziku nabízí možnost jeho vysokého zhodnocení.

Do tohoto konceptu byl v jeho průběhu vnesen legislativní požadavek, aby investiční privatizační fondy své riziko omezovaly a diverzifikovaly, a to povinností držet v podnicích pouze minoritní podíly. Fondy se díky tomu nestaly oněmi očekávanými prvotními vlastníky, ale – ze zákona –

spekulanty a optimalizátory svých investičních portfolií. Právě zde vidím kořeny problémů s uplatňováním vlastnických práv a pozdější bouřlivé vlny koncentrace vlastnictví, tzv. třetí vlny privatizace, která přinesla ty nejkřiklavější příklady nekalých praktik a která s kupónovou privatizací neměla přímo nic společného.

Spojování kupónové privatizace s „tunelováním“ a okrádáním, jak to s oblibou činí naši političtí odpůrci, je demagogické a nepravdivé. Rozmach kriminality, nikoliv pouze hospodářské a finanční, ale i obecné, byl nevyhnutelnou daní za svobodu a za převratné změny, kterými prošla celá naše společnost – včetně její legislativy, policie a justice. Dnes módní tvrzení, že bylo možné tomuto vývoji systémově předejít lepší legislativou a přísnější státní regulací, je nesmyslné. Zákony mohou být dobré, respektované a vynucovatelné pouze tehdy, pokud reagují na problémy, které reálně existují a které společnost chápe jako závažné. Etapy vývoje nelze přeskakovat. Svědčí o tom jak příklad bývalé NDR, tak náš kapitálový trh, který se podařilo v přehnané reakci na jeho dětské nemoci přeregulací prakticky zlikvidovat.

Kupónová privatizace dala občanům, podnikatelům i státním orgánům jedinečnou příležitost pochopit zásady fungování tržní ekonomiky, učít se z existujících problémů, reagovat na ně a korigovat je. I v tom je její velký přínos a efekt, o němž se málo hovoří.

Rychlé odstátnění podnikové sféry díky kupónové privatizaci omezilo přenášení veškerých transformačních nákladů podnikové sféry na celou společnost. Ne vždy si to uvědomujeme. Tolik populární příklady tunelování postihly „jenom“ minoritní akcionáře či zaměstnance podniků a je na nich, aby se bránili, ale široká veřejnost je těchto bezprostředních nákladů uchráněna. Naopak vůči případům, tolik typickým pro Tošovského a Zemanovu vládu, kdy je místo konkrétního podniku v soukromém zájmu „tunelován“ stát cestou nejrůznějších sanací, oddlužování, převádění aktiv apod., a kdy jsou tyto náklady automaticky přenášeny na nás všechny, kritika zaznívá jen sporadicky a vláda je za to dokonce chválena.

Za poslední čtyři roky jsme si mohli vyslechnout všechny možné i nemožné argumenty, co bylo na kupónové privatizaci špatné a byli nám dávání za příklad jiní, kteří neprivatizovali či privatizovali jinak. Pokud odložíme brýle politické zaujatosti, musíme uznat, že se cíle kupónové privatizace přes všechny obtíže a problémy naplnit podařilo a že byla její logika správná. Ekonomika byla jejím přičiněním rychle odstátněna

a v následujícím období většina podniků našla své strategické vlastníky. Nevyhnutelné transformační náklady nebyly větší než jinde. Pokud dnes říkáme, že současný růst českého hospodářství stojí na pevných základech, nezapomínejme, že to byla kupónová privatizace, která se na vytváření těchto základů významně podílela.



# Kupónová privatizace s desetiletým odstupem

*Robert Holman*

Vysoká škola ekonomická

Uplynulo deset let od zahájení největšího privatizačního experimentu v dějinách – *kupónové privatizace*. Mladší generace si už sotva vzpomíná, co to vlastně bylo, o kupónové privatizaci se dozvídá spíše jen z ekonomických publikací. Dnes máme příležitost oživit vzpomínky i názory na tuto specificky českou „kontroverzní“ privatizaci. S odstupem času ji můžeme i lépe pochopit.

## 1. Kupónová privatizace v mezinárodním kontextu

Po protikomunistických revolucích roku 1989 se v evropských socialistických zemích zhroutil systém centrálního plánování i společný socialistický trh (RVHP). Hroučící se starý hospodářský systém postavil tyto země před nutnost provést rychlé a radikální ekonomické reformy, které by vytvořily tržní systém na bázi soukromého vlastnictví a svobodného podnikání. Požadavkem doby se stala privatizace, ale ne ledajaká – šlo o *hromadnou privatizaci*, ve které měly být během několika málo let privatizovány desítky tisíc podniků.

Byl by omyl domnívat se, že rychlá a hromadná privatizace probíhala pouze u nás. V Maďarsku a v Polsku probíhala v prvních letech ekonomických reforem *decentralizovaná privatizace* (v Polsku se jí říkalo „divoká“, v Maďarsku „spontánní“), v níž se bývalé státní podniky, vládou „komercializované“ (přeměněné ve státní akciové společnosti) dostávaly do rukou svých manažerů. Z ekonomického hlediska byla taková privatizace efektivní, ale z hlediska morálního a politického byla pro lidi nepřijatelná, protože manažeři, kteří se podniků zmocňovali, se do svých funkcí vesměs dostali ještě za komunistického režimu.

Teprve po silné kritice začaly vlády v Maďarsku a v Polsku dostávat privatizaci pod kontrolu a ta se stala centrálně řízeným a vládou kontrolovaným procesem. V obou zemích se pak privatizace velmi zpomalila.

Maďarsko privatizovalo převážně do rukou zahraničních investorů (díky tomu získávalo více zahraničních investic), protože maďarská vláda byla pod tlakem obrovských schodků státního rozpočtu nucena získávat z privatizace finanční prostředky.

Naše vláda pod takovým tlakem nebyla. Polsko zas zvolilo zvláštní metodu holdingů, do nichž vláda vložila velké průmyslové podniky a řízení holdingů pak svěřila do rukou státních úředníků a zahraničních expertů, kteří měli podniky restrukturalizovat a připravovat pro privatizaci. O efektivnosti této metody svědčí fakt, že polský velký průmysl nebyl do dnes zprivatizován.

Na rozdíl od Polska a Maďarska byla hromadná privatizace v Československu od začátku *centralizovaným* procesem, probíhajícím na základě privatizačních zákonů a pod vládní kontrolou. Její intenzivní příprava byla zahájena prakticky okamžitě po odstartování ekonomické reformy v roce 1991. Vláda si totiž uvědomovala, že po opuštění systému centrálního řízení není schopna státní podniky kontrolovat, a ty by byly buď „divoce“ privatizovány jako v Polsku a Maďarsku, nebo by je jejich manažeři „tunelovali“ do vlastních firem.

## 2. Průběh kupónové privatizace

I když byla kupónová privatizace dominantním československým (později už jen českým) fenoménem a měla pro celkovou privatizaci velký význam, faktem je, že nebyla ani převládající privatizační metodou (měřeno počtem podniků či hodnotou privatizovaných aktiv) ani samostatným procesem, probíhajícím odděleně od jiných privatizačních metod. Byla organickou součástí celé privatizace, v níž se kombinovalo mnoho metod.

Elementárním prvkem privatizace byly *privatizační projekty*, které předkládali manažeři podniků, ale i „outsideri“ (vnější zájemci o podnik nebo jeho části). Ministerstvo privatizace pak konkurenční privatizační projekty posuzovalo a vybíralo z nich. Bylo obvyklé, že podnik byl zčásti privatizován „na kupóny“ a zčásti nějakou standardní metodou (veřejnou soutěží nebo předem vybranému zájemci).

Některé hospodářsky významné podniky (banky, energetika, telekomunikace) byly zčásti prodány „kupónově“ a balík akcií si stát ponechal pro pozdější prodej strategickým investorům. V samotné kupónové privatizaci bylo prodáno jen 1800 podniků, zatímco standardními metodami

bylo privatizováno kolem 14 000 podniků (nepočítaje malou privatizaci a restituce).

Z celkového majetku v účetní hodnotě 780 miliard korun, který byl v ČR privatizován, bylo jen 333 miliard privatizováno kupónově. Význam kupónové privatizace byl však v něčem jiném – byla *katalyzátorem* celé privatizace a zásadně ji urychlila. Kupónová privatizace proběhla ve dvou vlnách (1992 a 1994), do kterých byla zařazena velká většina privatizovaných podniků, z nichž pouze některé byly privatizovány výhradně kupónovou metodou.

Většina podniků zařazených do těchto vln byla privatizována smíšeným způsobem, tj. část akcií na kupóny a zbytek standardními metodami. Samo zařazení podniku do privatizační vlny ale stavělo účastníky privatizace pod časový tlak – zájemci museli včas podat privatizační projekty a státní úředníci o nich museli včas rozhodnout. Jakékoli zpoždění by znemožnilo účast podniku v dané privatizační vlně. Díky tomu byla česká privatizace velmi rychlá. Ačkoli ještě v roce 1990 neexistovalo v ČR (na rozdíl od Polska a Maďarska) žádné soukromé vlastnictví, v roce 1995 byl již u nás podíl soukromého vlastnictví podstatně vyšší než v těchto zemích.

### **3. Spor o kupónovou privatizaci**

V té době probíhala debata, zda mají být podniky nejprve státem restrukturalizovány a pak privatizovány, nebo zda mají být rychle privatizovány a restrukturalizace ponechána na nových vlastnících. S odstupem času mně tento spor nepřipadá zdaleka tak významný. Privatizace totiž sama o sobě představovala významnou restrukturalizaci podniků. Právě v průběhu privatizace se podniky rozdělovaly na menší samostatné části a vše probíhalo v takovém rozsahu a rychlosti, jaké by státní orgány nikdy nebyly schopny. Ještě v roce 1990 existovala v ČR necelá tisícovka podniků. V průběhu privatizace se jejich počet zvětšil na desetitisíce.

V roce 1990 říkali ekonomové, že jsou naše podniky „podkapitalizované“. Nebyla to pravda. Podniky pouze trpěly nedostatkem likvidního majetku. Jejich kapitál měl podobu výrobních hal a strojů, administrativních budov, pozemků a podnikových rekreačních středisek, které podnik nebyl schopen v případě potřeby prodat, protože jednoduše neexistovaly trhy, na kterých by se s takovými aktivy obchodovalo. Podniky nemohly provádět restrukturalizaci, protože nebyly schopny prodávat ne-

potřebný majetek ani menší nepotřebné provozovny. Teprve v průběhu hromadné privatizace, kdy každá budova, každý kousek půdy získával svého vlastníka, začaly vznikat trhy pozemků, nemovitostí a kapitálových statků – začal vznikat opravdový *trh kapitálu*.

Je pro mne dodnes záhadou, proč se proti kupónové privatizaci stavěli levicoví politikové a proč ji museli obhajovat liberálové. Kupónová privatizace umožnila každému občanovi získat „kousek“ státního majetku a naložit s ním podle vlastního uvážení – ponechat si jej nebo jej prodat. Ekonomové blízci sociální demokracii prosazovali místo ní privatizaci formou zaměstnaneckých akcií, která by bývala zvýhodnila zaměstnance ziskových podniků, znevýhodnila zaměstnance ztrátových podniků a vůbec by neumožnila účast na privatizaci zaměstnancům veřejného sektoru. Kupónové privatizace se nakonec zúčastnilo zhruba 6 milionů občanů v každé vlně. Naproti tomu privatizace formou zaměstnaneckých akcií skončila fiaskem. V rámci privatizačních projektů vyčlenilo 490 podniků část akcií pro své zaměstnance, kteří je mohli získávat za výhodnou cenu. Zaměstnanci o ně projevíli zájem jen u 188 podniků. Neprodané zaměstnanecké akcie se musely nakonec prodat na kapitálovém trhu.

#### **4. „Morální rozměr“ kupónové privatizace**

Nevyplnila se ani obava, že kupónová privatizace vytvoří příliš rozptýlené vlastnictví. Ihned po skončení privatizačních vln započal proces rychlé koncentrace vlastnictví. Většina občanů svědila své kupóny investičním fondům a většina lidí, kteří investovali kupóny přímo do podniků, své akcie brzy prodala. Asi 50% akcií z kupónové privatizace se dostalo do rukou deseti velkých investičních fondů, většinu z nich kontrolovaly čtyři naše velké banky a Česká pojišťovna. Novou vlnu koncentraci vlastnictví zahájila v roce 1996 finanční skupina Motoinvest, která začala skoupat akcie drobných kupónových akcionářů (říkalo se tomu „třetí vlna“). Lze říci, že naprostá většina kupónově privatizovaných podniků našla do roku 1997 své konkrétní a dominantní vlastníky.

Dnes se často kritizuje „morální rozměr“ kupónové privatizace – někteří lidé na ní vydělali na úkor drobných kupónových akcionářů. Je to populární mýtus. Kupónová privatizace byla loterií, ale velmi výhodnou. Lidé v ní neinvestovali životní úspory, ale za 1000 korun dostali kupón směnitelný za akcie podniků v průměrné účetní hodnotě 30 000 korun na kupón. Žádná loterie ani sázková kancelář vám nikdy nenabídne ta-

kové podmínky. Ovšem, nikdo nevěděl, jestli se vyplatí kupovat akcie seвероčeské šroubárny nebo svěřit kupón Harvardským fondům. Někteří vydělali, jiní prodělali. Stát nemohl nikoho zbavit rizika a zajistit mu pouze výnos. A každý účastník kupónové privatizace to dobře věděl.

Po ukončení privatizačních vln se s kupónovými akciemi začalo intenzivně obchodovat. Tehdy začali zahraniční experti kritizovat nedostatečnou regulaci a neprůhlednost našeho kapitálového trhu. Radili nám, abychom jej podřídili přísné regulaci, jinak na něm nebude nikdo obchodovat. Udělali jsme to. Máme dnes regulovaný a transparentní trh – na kterém však skoro nikdo neobchoduje. Máme Komisi pro cenné papíry, která téměř nemá koho by kontrolovala. Zapomněli jsme, že principem každého trhu je oceňování výnosů a rizik, a že trh, který začne být (v zájmu odstranění rizik) regulován, přestává být trhem. Ačkoli regulace měla snížit rizika drobných akcionářů, stejně je nesnížila (viz případ Private Investors). Je přirozené, že kdo chce kombinovat vysoký výnos s vysokým rizikem, kupuje akcie, a kdo chce nízké riziko kombinované s nízkým výnosem, dává raději úspory do spořitelny. Tento princip platil v případě kupónové privatizace a platí stále.

# Kupónová privatizace a tři přístupy k transformaci

*Ing. Michal Hrubý – Ing. Vladimír Rudlovčák, CSc.*

Cautor Consulting a.s.

S českou (původně československou) ekonomickou reformou lze spojovat tři myšlenkové proudy, jejichž nositelé od prvopočátku v té či jiné míře usilovali o to, aby této reformě vtlačili své vidění světa a své recepty na transformaci centrálně plánované ekonomiky, která na přelomu osmdesátých a devadesátých let minulého století již zjevně dočerpávala své poslední rezervy, na ekonomiku tržní, schopnou efektivně nakládat s omezenými zdroji a udržovat krok s ostatními aspekty společenského rozvoje.

Cílem tohoto příspěvku je zmapovat tyto tři myšlenkové proudy a vysvětlit jejich postoj k transformační privatizaci v ČSFR a ČR, zejména ve vztahu ke kupónové privatizaci.

## **I. Tři přístupy k transformaci**

### **I.1. Plánovači**

Předně zde byla silně zastoupena platforma těch, kteří v té či jiné míře navazovali na myšlenky socialismu s lidskou tváří šedesátých let a je možno je označit jako *plánovače*. V současnosti se samozřejmě k tomuto pojetí reformních představ nikdo nehlásí, moderní lexikon reformátorů tohoto typu se spíše opírá o doktrínu tzv. třetí cesty, která se zbavila poněkud zprofanovaného slova „socialismus“ a počítá s kapitalismem, zdůrazňující jako zcela nový prvek učení o specifické symbióze státu a trhu.

V českých podmínkách se také s oblibou mluví o snaze dospět k sociálně-tržní či sociální tržní ekonomice, což v tomto kontextu představuje obvykle deformovanou interpretaci myšlenek reformy ekonomického systému v poválečném Německu. V zásadě však jde o implicitní či explicitní „ještě jeden“ pokus o využití metod centrálního řízení ekonomiky k léčení škod, které tento systém napáchal v minulosti. Tentokrát však by systém měl fungovat „dobře“, protože nepůjde o nutnost se podřizovat diktátu zevně, systém se zbaví svých brutálních totalitních metod, na

vrcholu řídicí pyramidy budou tentokrát osvětlení a hodní, nikoli tupí, krutí a bezohlední.

Pod taktovkou řídicího centra by se zřejmě v krátkém čase obdobným způsobem vylepšila celá řídicí pyramida a celý systém řízení by se také postupně zkultivoval (například při hromadném nasazení výpočetní techniky; i toto zde již bylo, v sedmdesátých letech se naděje vkládaly do tzv. automatizovaných systémů řízení podpořených vševědoucími datovými základnami a počítalo se s tím, že strůjcem pokroku se stane armáda programátorů – jistým paradoxem je, že v současnosti se něco takového v rozvinutých ekonomikách odehrává, ale ve zcela jiném systémovém kontextu a také na zcela jiné úrovni odpovídajících technologií).

Do ekonomiky by se postupně měly „pouštět“ v přijatelných dávkách prvky tržní ekonomiky, a to v podobě rostoucího soukromého sektoru, udržovaného zřejmě v patřičných mezích a nuceného koexistovat s tou částí ekonomiky, která by byla nadále centrálně řízena. Kritériem pro posouzení toho, zda je účelné uvolnit ten či onen prostor tržnímu, kapitalistickému sektoru, a to jak na úrovni jeho plošného rozšíření v reálné ekonomice, tak na úrovni pronikání tržních prvků do celkového institucionálního rámce ekonomiky včetně legislativy, a naopak, zda je lepší v té či oné míře uchovávat centrálně řízené prvky systému, se má stát celospolečenský zájem, uchování sociálních jistot apod.

Nejde o nic nového pod sluncem, podstatné je, že fakticky cílem plánovačů není efektivní tržní ekonomika. Jistou aproximací tohoto cíle by měl být zřejmě model, který připomíná stávající západoevropské ekonomiky interpretované v duchu nejaktuálnějšího vidění smyslu třetí cesty jako systémy, v nichž posláním státu je kromě jiného jeho rostoucí role při potlačování nedokonalostí fungování trhů (což je vděčné téma nejaktuálnějších diskusí o nevyhnutelnosti a přínosech třetí cesty, především pro jeho bezproblémovou „přenositelnost“ z púdy ryze akademické na politickou a zpět), v poněkud méně lichotivé interpretaci jde však o ekonomiky, kde postupná hypertrofie socializujících aspektů a rostoucí byrokracie se stávají reálnou bariérou pro efektivní prosazování se tržních principů v reálném životě, jak se etablovaly v rámci dlouhodobého historického vývoje a přispěly k rozvoji těchto ekonomik.

Do takto viděného cíle je však občas vnášena dodatečná nejistota tím, že se uvažuje s řešením, které by snad mělo být ještě lepší, než dnes známé realizace třetí cesty, navíc přizpůsobené konkrétním podmínkám konkrétní země. Je-li zamlžen konečný cíl, formálně zde alespoň jakoby

existuje jasný návod, jak realizovat a postupně prohlubovat reformu – jednoduše ponechat řídicímu centru nadále významnou část jeho dosavadních pravomocí, aby toto mohlo operativně plnit zejména krátkodobé úkoly či dle vlastního uvážení řešit objevující se problémy a aby v střednědobém či dlouhodobém horizontu postupovalo v souladu s více či méně přesně formulovanými a do té či jiné míry závaznými programy.

Není zřejmé, jak se do takového pojetí reformy zabudují prvky jako je (přínejmenším) ekonomická svoboda a obecnější demokratické principy, jak se centrální řídicí mechanismus při dávkování reformy bude ochoten postupně vyrovnávat s nutností otevírání ekonomiky, liberalizace cen, dostupností informací apod. Nejpravděpodobnější je však ten scénář, že se centrum nebude chtít zbavovat svých pozic a pod praporem ochrany sociálních jistot a dalších obdobných hesel se bude věnovat permanentnímu „hašení požárů“. Dosažení touto cestou stavu, připomínajícího rozvinuté západoevropské ekonomiky, se nejeví pravděpodobné.

Evoluce těchto ekonomik probíhala v zásadě v podmínkách uplatňování tržních principů a nebyla procházkou růžovou zahradou. Až po překonání řady bariér se tyto ekonomiky dostaly do stavu, kdy si mohly dovolit luxus „státu blahobytu“, jehož aktuální charakteristikou jsou nyní rostoucí ambice státu vměšovat se nejen do přerozdělování národního produktu, nýbrž také významně ovlivňovat způsob jeho tvorby. Ponecháme-li však přípravu reformy a její naplňování centru, v jehož „paměti“ jsou založeny výlučně zásady fungování státu totalitního, jde o úkol, který takovéto centrum jednoduše neumí plnit. Problematika reformy, po provedení několika nejnutnějších vstupních reformních kroků, se zřejmě odsune do pozadí, tím se však také zmaří či významně oddálí řešení defektů ve struktuře reálné ekonomiky, jež je možné jen díky radikální změně ekonomického systému, nemluvě již o vyhlídkách dynamizace celkového ekonomického růstu.

## **I.2. Institucionalisté**

Druhý myšlenkový proud lze spojit se západními ekonomy, kteří se v té či jiné míře podíleli na přípravách reformy, případně věnovali či věnují i nadále pozornost ve svých výzkumech buď výlučně problematice české reformy a transformace české ekonomiky anebo také obecnějším aspektům reformního úsilí vyvíjeného v zemích střední a východní Evropy. Mají více méně sjednocenou vizi konečného cíle, tedy funkční tržní ekonomiky, přitom se domnívají, že reforma by mohla a měla ve velmi krátkém čase nastolit poměry charakteristické pro zralou, plně



funkční tržní ekonomiku. Jejich nevýhodou je (přesněji řečeno, byla, ale do značné míry, zejména pokud jde o jistý průměr, zůstává i nadále) neznalost reálií totalitního systému (nejde jen o vyloženě ekonomistní aspekty), zejména pokud jde o jeho neformální stránky, včetně specifík v chování a myšlení jedinců formovaných totalitním systémem.

Z hlediska tohoto výkladu a vzhledem k jistým paralelám v relevantní literatuře je vhodné mluvit o protagonistech tohoto modelového reformního směru jako o *institucionalistech*, podle významu, který je v odpovídajícím reformním směru připisován roli institucí typických pro tržní ekonomiku. Pro institucionalisty je kromě jiného typické, že vycházejí z formálního popisu stávajících ekonomických struktur a subjektů (agentů) centrálně řízené ekonomiky, na něž aplikují definice, které platí pro tržní ekonomické systémy. V podstatě považují většinu stavebních prvků reálné ekonomiky a vazeb mezi nimi, ale také významnou část relevantního institucionálního okolí představujícího součást centrálního řídicího systému za založené na racionálních principech a tudíž fungující obdobným způsobem (z těch či jiných důvodů možná trochu hůře) jako analogické prvky v tržním kontextu.

Úkolem reformy je tudíž poněkud změnit pravidla hry formou uvedení do života nové hospodářské legislativy kopírující zásady známé z praxe vyspělých ekonomik a doplnit řadu chybějících prvků, především veřejných institucí, které v tržních ekonomikách dohlížejí na dodržování nastavených pravidel, případně jejich posláním je zabezpečovat regulační funkce ve vybraných částech ekonomiky.

Za zvláštní úkol je považována reforma stávajícího finančního sektoru. V tomto posledním aspektu jde o prosazení zcela nové role peněz v ekonomice, takže se počítá nejen se změněnou rolí bankovního systému, případně pojišťovnictví, nýbrž s dobudováním celé škály finančních institucí, které v dirigistické ekonomice neexistují. Počítá se s potřebou rekonstrukce státní správy, ale jen okrajově se mluví o takových principiálních věcech jako jsou občanské svobody či demokratické instituce. Jednoznačně se zdůrazňují atributy typu neregulované ceny, otevření ekonomiky, nastolení konkurenčního prostředí – v tomto směru jsou často vyslovovány absolutně nekompromisní požadavky, které zdaleka neplatí v plném rozsahu ani ve většině reálně fungujících tržních ekonomik, na straně druhé se jednoznačně nespecifikuje, do jaké míry by se měly potlačit funkce a postavení dosavadního všemohoucího řídicího centra a celé řídicí pyramidy.

Reforma dle institucionalistů by měla v relativně krátkém čase přispět ke zvýšení výkonnosti hospodářství jako celku, a to zejména tím, že by nově vytvořené (možná je přesnější mluvit o dotvoření) okolí podnikové sféry donutilo podniky k rychlé restrukturalizaci a zvýšení efektivnosti. Tím by se měl nastolit růst reálné ekonomiky a vytvořit příznivé podmínky pro její rychlou transformaci celého ekonomického systému na dokonalou tržní ekonomiku.

V rámci těchto představ se institucionalisté dopouštějí řady zjednodušení, což souvisí, kromě jiného, s jejich nerespektováním skutečného stavu a charakteristik reformovaných ekonomik. Předně, odmítají akceptovat tu skutečnost, že významná část reálné centrálně řízené ekonomiky nefunguje na principech ekonomické racionality (maximálně by se ve vybraných oblastech mohlo mluvit o technologické, organizační racionalitě) a jakmile by se takové principy měly začít být jen v omezené míře nastolovat, hrozí všeobecný kolaps.

Nejnázorněji je možno obdobná tvrzení demonstrovat na ekonomice bývalého SSSR s jeho obrovským vojensko-průmyslovým komplexem. Vypadne-li poptávka po produkci tohoto komplexu a na základě elementární logiky tržní ekonomiky, vzhledem k velmi omezeným možnostem konverse této výroby v reálném čase, nemluví již o nereálnosti předpokladu, že se objeví poptávka po takovémto zboží uměle a v obrovských objemech uváděném na spíše stagnující domácí trh, výroba tohoto komplexu bude zastavena.

Je víc než realistické připustit, že v důsledku propojenosti celé ekonomiky bude tím dotčeno každé odvětví, ne-li každý podnik, s nedozírnými dopady především do oblasti zaměstnanosti. Nešlo by jen o to, že se nezaměstnanými stanou zaměstnanci vyřazovaných z provozu výrobců zbraní, tlaky na efektivitu fungování všech podniků by vyvolaly dodatečné vlny propouštění. Postupně zvětšující se armáda nezaměstnaných by dále znamenala snižování celkové poptávky po spotřebním zboží a službách a následně po surovinách, energii a meziproduktech, což by znamenalo další vyřazování kapacit a další propouštění.

Tento katastrofický scénář není aktuální jen pro SSSR a k jeho naplnění v praxi nemají daleko některé bývalé republiky Sovětského svazu. Nemusí však souviset jen s eventualitou, že z těch či jiných důvodů v reformované ekonomice bude zastavena výroba ponorek a raket. Zcela nepotřebná výroba, vlastně výroba pro výrobu, je nejviditelnějším efektivnostním defektem reálné ekonomiky zděděné z minulého vývoje, někte-

ré její části, jako uvedená vojenská výroba, se však ocitají na povrchu a začínají „tlačit“ doslova přes noc.

Celkový defekt je však mnohem větší. Stačí si vzpomenout na problém přezaměstnanosti, která dle řady analýz může dosahovat řádu třiceti i více procent. Přitom rozložení této veličiny v prostoru je velmi nerovnoměrné, totéž však platí pro další měřitelné či neměřitelné typy neefektivnosti. Centrálně řízená ekonomika se jistým způsobem podobá vlastně jednomu velkému podniku, v jehož rámci existují jednotky, závody fungující s velmi rozdílnou efektivitou. Pokud v řetězci vzájemně propojených podniků by se některý z nich ukázal být vyloženě neefektivní a bezmyšlenkovitě, rychle nasazené mechanismy tržního hodnocení výkonnosti a odpovídajícího „trestání nevykonnosti“ by jej nelítostně vyřadily z provozu, například odtržením od finančních zdrojů (zde bychom mohli otevřít ožehavá témata o působení a zdravoti či nezdravosti bank a dalších finančních institucí v podmínkách reformy, notoricky připomínanou problematiku konkursu a vyrovnání atd.), znamenalo by to v rámci dalších iterací postupné vyřazování ostatních článků řetězce.

Jde-li o významnou část ekonomiky, lze si takto představit i vznik katastrofického scénáře analogického popsanému výše. Přitom skutečnost, že socialistické podniky fungují také a ve mnoha případech i přednostně jako sociální instituce, vnáší do problematiky nasazování slepě okopírovaných tržních institucí do nepřipraveného prostředí reálné ekonomiky, ještě dlouho po zahájení reform chovajících se v souladu s pravidly, zvyklostmi a strukturami dřívějšího systému, další komplikující dimenzi. Významná část obyvatelstva je ve svém celoživotním horizontu spjata se „svým“ podnikem, a to jak v roli zaměstnanců, tak v roli odběratelů rozsáhlých sociálních služeb poskytovaných státem prostřednictvím podniku. Reforma proto by nemohla mít úspěch, pokud by nedokázala zabránit tomu, aby obyvatelstvo nebylo vystaveno v hromadném měřítku nebezpečí propouštění a aby podniky nedostaly dostatek času a příležitostí pro adaptaci na měnící se podmínky.

Tyto a další defekty institucionálního přístupu k reformě centrálně plánované ekonomiky naznačují, že tento model nemůže být funkční. Relativně rychle a necitlivě uvedené do praxe instituty a pravidla tržní ekonomiky v prozatím a ještě dlouho „netržním“ prostředí by se zřejmě ukázaly být kontraproduktivní. Jednak by nově nasazené instituce a okopírovaná pravidla s nejvyšší pravděpodobností vlastně nefungovaly, a pokud alespoň částečně by se je podařilo v praxi prosadit, pů-

sobily by spíše proti účelu, jemuž by měly sloužit. V podmínkách České republiky bychom si v této souvislosti mohli připomenout například jistou nákazu, která vypukla začátkem devadesátých let mezi zákonodárci neustálým zdůrazňováním významu dokonalého konkurenčního prostředí.

Bylo zřejmé, že ve stávající reálné ekonomice, kdy většině podniků šlo o holé přežití, nikoli o řešení jemných otázek, zda náhodou některý z nich neporušuje pravidla hospodářské soutěže, ze strany oficiálních orgánů nemělo smysl věnovat této problematice velkou pozornost. Naštěstí, ani k tomu nedošlo. V plné kráse se však tato zásada promítla do zákonů, vztahujících se na nově se etabloující odvětví, například v bankovníctví (poté, co ekonomika byla dlouhodobě obsluhována v zásadě jednou bankou, zde díky ustanovení, které vlastně znamenalo volný vstup do odvětví, najednou bylo šedesát bank) a ve zdravotnickém pojišťovnictví (při zcela nejasném modelu fungování veřejného zdravotnictví v nových podmínkách zde najednou vzniklo více než dvacet zdravotnických pojišťoven fungujících na komerční bázi, a to za podmínky, že jde o agendu plně zabezpečovanou státem).

Při hodnocení institucionálního přístupu k reformě je však nutno vzít v potaz, že v důsledku plné soustředěnosti na institucionální aspekty, se zde nevěnuje pozornost fungování reálné ekonomiky během přípravy reformy a jejího uvádění do života, případně v počátcích transformace, přitom může jít o dobu několika let. Je proto nanejvýš logické, že vlastně se mlčky připouští, ne-li přímo předpokládá, že dočasně vše zůstane při starém, včetně ponechání řídicího centra v jeho dřívějším postavení, jež se bude pokoušet nadále dirigovat ekonomiku.

Je-li tomu skutečně tak, rýsují se v tomto směru dvě možné varianty. Buď pod tlakem demokratických změn zejména v oblasti politické se řídicí centrum a jeho nástroje zcela oslabí, takže na řízení a tím udržování jakéhosi řádu v reálné ekonomice si toto centrum bude jen hrát (řídicí roli centra mohou však brzdit také již dostatečně energicky předem propagované a tudíž celým systémem anticipované tržní instituty), anebo si centrum dokáže udržet tak silnou pozici, že se mu po dlouhou dobu bude dařit tržní prvky reformy oddalovat a nadále udržovat v chodu model centrálně řízené ekonomiky v téměř neměnné podobě.

První varianta tak připouští, že po jistou dobu bude reálná ekonomika fungovat ve stavu nejistoty se všemi možnými negativními dopady včetně nezájmu domácích a cizích investorů do takovéto ekonomiky inve-

stovat, spontánní privatizace apod., načež tržní instituty, necitlivě a předčasně uvedené do života v nepřípraveném pro to prostředí by takového negativní trendy mohly ještě zvýraznit. A protože řídicí centrum, byť oslabené, zde prozatím nadále ještě bude existovat, pravděpodobným scénářem je, že ve vyhocené situaci, pod tlakem odborů či různých politických seskupení si systém opět vzpomene na své jsočno a bez problémů se vrátí k tvrdému centrálnímu řízení.

Druhá varianta je vlastně velmi podobná přístupu plánovačů popsanému výše: řídicí centrum zůstane dostatečně silné a bude se mu i více méně dařit usměrňovat reálnou ekonomiku, případně i „úspěšně“ vytvářet nové enklávy neefektivity, přitom bude, obvykle ve spolupráci se zahraničními experty v rámci odpovídajících programů, připravovat uvedení do života tržních principů a institucí, ale ve skutečnosti serióznější reformní kroky odsune naneurčito. Ukázkou takovéhoho vývoje jsou zejména bývalé jižní sovětské republiky.

Po jistém tápání se tam pokud jde o politickou oblast etablovaly diktátorské režimy, o potřebě postupně prosazovat tržní ekonomiku se mluví a centrum se angažuje v reálné ekonomice podle toho, do jaké míry vůbec je co řídit, neboť většina významnějších podniků vybudovaná za sovětské éry a vytržená z bývalého systému nefunguje. Ekonomiky s relativně vysoce vzdělaným obyvatelstvem, s relativně dobře vyvinutou infrastrukturou atd. se tak stávají plně závislými na svém nerostném bohatství a sklouzávají na úroveň rozvojových zemí.

Celkově se tak dostáváme k závěru, že jak přístup plánovačů, tak vlastně přístup institucionalistů, jak zde byl popsán v modelové podobě, v závislosti na konkrétní modifikaci zvolené či okolnostmi dotvořené varianty reformy a způsobu jejího uvádění do života, by s vysokou pravděpodobností znamenal dlouhodobé pokračování v praktikách centrálně plánované ekonomiky, uplatňovaných v závislosti na konkrétních podmínkách buď v celé ekonomice anebo v jejích vybraných částech. V rámci těchto přístupů se takto významně snižují vyhlídky na to, že se ve více méně dohledné době podaří v ekonomice především odstranit nahromaděné iracionality, dokonce je zde možnost prohlubování takovýchto iracionalit.

Konkrétně může jít o „těžká“ odvětví, tolik hýčkaná za komunismu: doly, ocelárny, chemie, vybrané strojírenské výroby. Vyspělé tržní ekonomiky také mají problémy s takovýmito odvětvími, proces jejich pomalého útlumu však začal ještě v období, kdy v řadě bývalých komunistických

zemí byla dokonce na vzestupu (bývalé Československo nevyjímaje), přitom právě v této oblasti v souvislosti s demontáží komunismu dochází v transitivity ekonomikách k jednorázovému a drastickému propadu poptávky po relevantních produktech, bez perspektivy reversu.

Zůstane-li stát nadále plným vlastníkem a garantem podniků, které konstituují takovéto „iracionální zóny“, bude muset v zájmu udržení sociálního smíru „ždímat“ prostředky ze zbývající části ekonomiky a tak vidina prosperity se odsouvá. Na okraj poznamenejme, že navzdory všem tak či jinak motivovaným prohlášením a názorům, výchozí situace České republiky pokud jde o relativní velikost „iracionální zóny“ v ekonomice po rozpadu RVHP a ztrátě zejména trhu bývalého SSSR byla a vlastně doposud zůstává těžkou, těžší než je tomu ve srovnatelných transitivity ekonomikách. Proto si země, pokud chtěla uspět, nemohla dovolit improvizaci a experimentování, reforma musela být „šitá“ na ten stav, který zde byl začátkem devadesátých let uvnitř ekonomiky i v jejím vnějším okolí.

### **I.3. Liberálové**

Česká reforma byla realizována v rámci třetího přístupu, jehož nositelé jsou všeobecně označovány jako *liberálové*, zůstaňme i v tomto textu u tohoto označení. Na rozdíl od modelové představy o přístupu plánovačů a institucionalistů, jak byla naznačena výše, liberálové kladli důraz na urychlenou demontáž systému centrálního řízení ekonomiky jako na klíčový prvek jimi navržené a poté realizované reformy. S demontáží centrálního řízení souvisel požadavek vytvořit takové podmínky, v nichž by reálná ekonomika v její podobě zděděné od bývalého režimu dokázala nadále fungovat a rozvíjet se v rámci nastavených koridorů.

Další princip předpokládal, že postupné zavádění a zdokonalování pravidel a institucí tržní ekonomiky musí být časově sladěno s procesy probíhajícími v reálné ekonomice, vycházet z konkrétního stavu reálné ekonomiky, jejich subjektů a struktur. V rámci tohoto principu tedy šlo i o to, aby zaváděná pravidla navazovala na získané zkušenosti a identifikované potřeby, byla vynutitelná a aby nebyla s to zablockovat vývojové tendence založené reformou. V tom se přístup liberálů významně lišil od postojů institucionalistů, kteří se více soustřeďovali na cílovou podobu pravidel a institucí odpovídajících již plně rozvinutému tržnímu systému a adekvátně restrukturalizovanému a fungujícímu hospodářství.

V duchu diskuse provedené výše liberálové vycházeli z přesvědčení, že pravidla nasazená s předstihem, v prostředí, jehož specifika nebyla vzata v úvahu při generování těchto pravidel, mohou napáchat mnoho škod. Do celkového obrazu o reformě jak ji viděli liberálové je nutno zabudovat také důsledné prosazování demokratických principů a svobod jako nedílného atributu a nástroje budování dokonalého tržního systému.

Úkol likvidovat v rámci reformy centrální řídicí systém je nesmírně náročný, má řadu dimenzí a samozřejmě nese s sebou i rizika. Nicméně, jde o úkol, jemuž se důsledně zamýšlená reforma nemohla vyhnout, otázkou však bylo, kam až se ve svých záměrech dostane. Ideálním výsledkem naplňování tohoto úkolu by měla být situace, kdy diskrétní zásahy státu do fungování reálné ekonomiky budou vyloučeny a zároveň bude zneemožněn případný návrat k uplatňování praktik centrálního řízení.

V této úplné formulaci jde o úkol téměř nesplnitelný. Celý administrativní systém, který nelze okamžitě zrušit, je vybudován tak, aby nařizoval, koordinoval a přerozděloval, případně provozoval velehru na plánování, pracovníci státního aparátu nemají ponětí o tom, že by mohli dělat něco jiného. Zároveň však také platí, že fungování subjektů konstituujících reálnou ekonomiku je v řadě aspektů závislé na funkcích centra a často i nemožné bez přispění působení centra. Pokud se řídicí centrum vyčlení ze systému, subjektům ekonomiky zřejmě bude nějaký čas trvat, než se naučí samostatně se navzájem vyhledávat, navazovat kontakty a spolupracovat v rámci neustále se měnících odosobněných tržních struktur jak je známe ze standardních ekonomik.

Je však přitom zřejmé, že takovýto proces prosazování se nových tržních vazeb nedokáže v krátkém čase úplně vyřadit a likvidovat obrovskou, složitou síť formálních i neformálních vztahů, které se etablovaly v rámci dlouhodobého fungování plánované ekonomiky v rámci pyramidy jejich řídicích struktur a které takto propojují do organizovaného celku desítky tisíc lidí se specifickým postavením ve společnosti. Tuto strukturu lze považovat také za svého druhu trh, na němž docházelo k především k výměně informací, ale vzápětí následovaly také toky zboží a služeb.

Ve velmi okleštěné modelové podobě by se dalo říci, že rozdíl mezi ideální tržní ekonomikou a centrálně řízenou ekonomikou je v tom, že první funguje za plného zužitkování všech relevantních informací pocházejících od všech účastníků, kdežto druhá se řídí jen informacemi, které přicházejí z celého systému jen prostřednictvím jedinců zapojených do sí-

tě napojené na řídicí pyramidu. Tato specifická síť je nepochybně schopná se regenerovat a transformovat, měnit své funkce, absorbovat nové účastníky atd., a je možno připustit i to, že bude rušivě působit i v rámci pokročilejších stádií transformace ekonomiky, například i v podobě báze pro vytváření koalic a porušování pravidel hospodářské soutěže, pro zvýšený sklon ke korupci apod.

Zejména je však nebezpečná jako základní nositel systémové paměti o praktikách centrálně řízené ekonomiky a jako potenciální činitel schopný obnovování těchto praktik. Pokud tedy měla reforma uspět při vytváření dokonalého tržního systému, musela počítat s potenciální regenerovatelností centrálních řídicích struktur, což bylo dodatečným argumentem pro co nejrychlejší odstranění předpokladů pro naplňování funkcí centrálního řízení v celé ekonomice.

## **II. Cíle reformy**

Základní úkol reformy byl tedy jednoznačný – co největší část ekonomiky a v co nejkratším čase odstátnit, privatizovat, čili v podobě podniků předat do vlastnictví subjektům odděleným od státu, tedy především soukromým subjektům. Představa, že by šlo jen o předání do správy, byla odmítnuta, neboť v sobě obsahovala možnost vrácení podniku opět státu. Ani možnost, že konkrétní podnik bude částečně vlastněn státem a částečně soukromými subjekty, nebyla z tohoto pohledu považována za vhodnou, i když nakonec toto řešení u řady podniků jako dočasná varianta bylo akceptováno. Totální privatizace byla provedena za využití snad všech metod, které byly na začátku devadesátých let známy, přičemž její významnou součástí byly i zcela originální postupy. To platí pochopitelně o hromadné privatizaci s její zcela specifickou komponentou, kupónovou privatizací.

I dnes, po deseti letech od započetí rozsáhlého privatizačního procesu neutichají diskuse o tom, do jaké míry se celá tato část reformy zdařila a do jaké míry byla provedena nesprávně či dokonce jaké napáchala škody. Nejčastějším a nejděčnějším objektem kritiky je kupónová privatizace. Je zřejmé, že jedině v České republice se reálně dotkla prakticky celého obyvatelstva a velmi mnozí, jak bylo od začátku anticipováno, nedokázali svou příležitost nejlépe využít, především nedokázali se zorientovat v tom, co je jim ve skutečnosti nabízeno a co je nejlepší strategií pro držitele investičních kupónů.

Zde je asi nejhromadnější základna pro jistý potenciál nespokojenosti,



na něž navazují postoje nejrůznějších zájmových skupin, počínaje investory, kteří dokázali nebo nedokázali optimálně naplnit své záměry v rámci působení na trhu akcií hromadně privatizovaných podniků, přes agenty, kteří nabízeli různé typy služeb navazujících na hromadnou privatizaci, včetně správců investičních fondů, makléřů, ale i bank či organizátorů trhu cenných papírů, až po investiční poradce, kteří buď úspěšně využili příležitosti působit na relevantním trhu cenných papírů anebo, naopak, spatřovali v kupónové metodě nekalou konkurenci.

Samozřejmě, že se relevantní diskuse velmi často přenášejí na politickou půdu, svou velmi negativní roli zde sehrála a nadále hrají média, ale ani v akademických kruzích nejde většinou v této souvislosti o čistě vědecké debaty, neboť většina jejich účastníků již v začátcích reformy se rozdělila do řady táborů, které se postupně ještě různě rozdělovaly a zpětně propojovaly. Fakt, že většinou je slyšet hlasy těch, kteří snad se cítí tak či jinak, přímo či nepřímo poškozeni, nebo těch, kteří zneužívají složitost procesů spojených s reformou či privatizací a na základě vytrhávání dílčích jevů z celkového kontextu dospívají ve svých úvahách k negativním závěrům, je zjevně základní příčinou toho, že doposud ještě převládají, zejména u veřejnosti, spíše negativní postoje. Zdá se však, že toto, spíše jednostranné a tendenční hodnocení již není tak vyhrcoané jako tomu bylo ještě před několika lety a pozvolna ustupuje objektivnějším názorům.

Pokusme se ve zbývajícím textu o několik poznámek k problematice názírání na českou privatizaci a zejména její kupónovou složku, a to s využitím shora uvedených úvah o podstatě některých aspektů reformy, jak byla připravena a prosazována v České republice. Začneme tím, že po technické stránce byla kupónová privatizace provedena velmi dobře, nabídla absolutně stejné šance všem občanům České republiky. Jednoznačně přispěla k tomu, že se významným dílem podařilo naplnit základní snahu reformy potlačit roli státu v ekonomice jako řídicího centra.

Jak se však ukázalo později, počáteční privatizační úsilí s postupem času začalo narážet na stále větší odpor, takže původně formulovaný úkol nebyl dotažen do konce. Tato skutečnost však ještě jednou potvrdila správnost vstupních představ: systém bude hledat, ať už zcela vědomě, anebo podvědomě, spontánně, přímo nebo nepřímo cesty, jak dřívější roli státu v rozhodování v ekonomice uchovat. Vývoj posledních let také

potvrdil, že stát, pokud se mu jeho postavení řídicího centra byť v omezené části ekonomiky ponechá, nebude váhat a tuto příležitost využije.

Na straně druhé, původní „privatizační náboj“ se ukázal tak silný, že i navzdory průtahům a odkladům privatizace pokračuje dál a v boji dvou tendencí – uchování pozic státu v ekonomice a jejich rušení – vítězí ta druhá. Stojí za to si připomenout, že kupónová privatizace v té či jiné podobě byla uskutečněna v e většině transitivních ekonomik. Většinou šlo však o zcela nedotažené akce, v jejichž rámci se ukázalo, že významná část obyvatelstva se vlastně nedostala ani ke kuponům či analogické verši jednoúčelových investičních peněz, o podílech na privatizovaných podnicích ani nemluvě, šlo o nepřehledná pravidla, odlišná nejen pro různé skupiny obyvatelstva, ale mající i regionální odlišnosti.

Po vstupním nadšení doprovázejícím etablování odpovídajících rozsáhlých privatizačních institucí a řady větších či menších privatizačních akcí se relevantní aktivity buď oficiálně zastavily a přistoupilo se k hloubkovému „přehodnocování a přepracování“ privatizačních záměrů, anebo privatizace se stala permanentním procesem s otevřeným koncem. Jen na okraj si v této souvislosti poznamenejme, že v podnicích, které takto zůstaly viset ve vzduchoprázdnu, jsou neomezenými pány státní úředníci a jejich management, ale to, co se v těchto podnicích děje, jak se nakládá s jejich majetkem, trápí jen snad jejich zaměstnanci.

Pikantní přístup ke kuponové privatizaci byl údajně zvolen v jedné z bývalých republik SSSR. Privatizovaný majetek má být dle nejasného klíče postupně přidělován či rozdělován mezi několik investičních fondů, přitom každý občan se opět dle jistého klíče měl stát podílníkem v některém z těchto fondů. Dle dostupných informací uvedené fondy nemají jasno, jaký majetek byl do nich již vložen a kdo jsou jejich podílníci, nemluvě již o tom, že občané většinou nevědí, u kterého fondu by se měli hlásit. Nikdo si neztěžuje. Výsledky české kuponové privatizace se často kritizují nejen v tuzemsku, ale i v zahraničí, o průběhu a důsledcích uvedených „privatizací“ jinde se mnoho nemluví. Srovnání výsledků dosažených v rámci provedení a neprovedení by však nemuselo být nezájímavé.

### **III. Kupónová privatizace**

Vraťme se k české privatizaci. Druhou stránkou související s rušením funkcí řídicího centra bylo vytvoření možná nedokonalého, ale dostatečně rozsáhlého soukromého sektoru jako herního pole pro tvorbu tržních

institutů včetně adekvátního rozvíjení relevantní legislativy pro celou rodící se tržní ekonomiku. Skutečnost, že tento aspekt privatizace byl velmi podstatný a jeho význam při diskusích zejména se zahraničními experty se nedaří zdůraznit, souvisí zřejmě od prvopočátku s tím, že smysl privatizace v tržní a transitivity ekonomice zdaleka není tentýž.

### **III.1. Kontext kupónové privatizace**

Toto se pak zejména promítá i do chápání kupónové privatizace, která s sebou zřejmě nese další odlišnosti a případné zdroje nedorozumění. Přitom od začátku devadesátých let se na přípravách české reformy, pokud jde o její privatizační složku, podílelo mnoho odborníků ze zahraničí a mnozí z nich s sebou přinášeli čerstvé zkušenosti z privatizace v rozvinutých tržních ekonomikách. Shodou okolností, privatizační vlna se tehdy dostávala do své relativní fáze i v těchto zemích. Po celou tu dobu zřejmě platilo, že ačkoli se mluvilo stejným jazykem, ve skutečnosti obě strany chápaly věci jinak.

Privatizace v podmínkách tržní ekonomiky se dotýká vždy konkrétního podniku. Proklamovaným cílem je vždy zvýšení efektivity podniku, i když to nemusí odpovídat skutečnosti. Vláda se může chtít zbavit například podniků poskytujících služby veřejnosti, aby nebyla kritizována za zvyšování cen těchto služeb, byť zcela legitimní a související se zvyšováním nákladů.

Uvedený proklamovaný cíl souvisí s přesvědčením, že zprivatizovaný podnik je vždy efektivnější než vlastněný či kontrolovaný státem. Dovolme si vyslovit kacířskou myšlenku, že ani to není pravda. Teorem o vyšší efektivnosti nikdo nedokázal, dobře se však hodí do arsenálu těch, kdo je na privatizaci zainteresován, včetně případně i vlády, která nechce mít problémy. Ve správně fungující tržní ekonomice se všemi jejími relevantními instituty obecně není důvod, aby korporace, v níž na místo státu nastoupí v roli akcionáře někdo jiný, fungovala efektivněji.

Jiná věc je, že v realitě stát skutečně si ponechává pod kontrolou takové podniky, kde z těch či jiných důvodů jsou vědomě uchovávány nějaké iracionality. Základním problémem státu je to, že nechce a neumí vyjednávat se zaměstnanci, bojí se propouštět a přitvrzovat podmínky ve mzdové oblasti. Před privatizací se však tyto iracionality odstraňují, takže ve skutečnosti zprivatizovaný podnik už není tentýž, co byl podnik v držbě státu. Tomuto úkonu se říká restrukturalizace, často souvisí se změnou způsobu financování, omezením výroby a propouštěním zaměstnan-

ců, napojením na jiné subdodavatele, vyčleněním části činností (outsourcing) apod.

S restrukturalizací mohou souviset i značné náklady. Navzdory všem těmto restrukturalizačním úkonům jisté jádro podniku zde zůstává a naplňuje nadále obdobné funkce, jako to před privatizací dělal státní podnik. Restrukturalizace se dotýká výlučně privatizovaného podniku, počítá se s tím, že relevantní okolí podniku je stabilní a neměnné. Uskutečnění restrukturalizačních manévřů by také nemělo vyvolat v okolí změny s možnými zpětnými vlivy na fungování podniku.

Hromadná privatizace v rámci reformy centrálně plánované ekonomiky se dotýká ekonomiky jako celku. Nemůže se tvářit, že jí jde o zvýšení efektivnosti na úrovni každého konkrétního podniku zahrnutého do tohoto procesu, přitom v krátkém období. Je to významný krok, který by měl, jako součást reformy, přispět ke zvýšení efektivnosti celé ekonomiky, přitom nikoli okamžitě, nýbrž v delším časovém úseku, a to i tím, že se v konečném důsledku ekonomika změní na ekonomiku tržní.

Neefektivita nahromaděná v reálné ekonomice jako celku za několik desítek let jsou tak rozsáhlé, že s největší pravděpodobností za jejich postupnou likvidaci bude nutno v průběhu řady let zaplatit dodatečnou cenu v podobě další ztráty efektivnosti. Je zřejmé, že takováto dodatečná ztráta efektivnosti se může projevit u osmdesáti procent podniků, kdežto u zbývajících částí dojde v relativně krátké době ke zvýšení, může tomu však být i naopak. Vcelku je nutno počítat i s tím, že jistou cenu bude nutno zaplatit také za prosazení do života zcela jiného ekonomického systému. I toto může zatěžovat jednotlivé podniky do té míry, že namísto očekávaného zvyšování jejich efektivnosti po jistou dobu tomu bude naopak. Toto je případně nutno mít v patrnosti, když se hodnotí výkonnost hromadně zprivatizovaných podniků.

Je pochopitelné, že jedna věc je důsledně teoreticky zdůvodněné pojetí privatizace a jeho smyslu v rámci vypracovaného reformního programu, jiná věc je diskuse relevantních otázek ve veřejných debatách, na politické úrovni apod. Pokud však v rámci prosazování české reformy a její privatizační komponenty byl zdůrazňován význam a přínos privatizace jako takové, nemluvilo se o zvyšování výkonnosti jednotlivých podniků, nýbrž o tom, že privatizace, zejména hromadná privatizace, je přínosem, protože stát za dané situace je nejhorším možným správcem podniku.

Toto tvrzení mělo v patrnosti i již diskutovanou výše základní obavu, že ponechání ekonomiky, čili podniků, pod kontrolou státu znamená negaci úspěšného prosazování reformem a konzervace či zvětšování neefektivit v ekonomice v podobě přerozdělování zdrojů, podpory zcela neperspektivních výroby, umělé udržování zaměstnanosti na stejné úrovni za každou cenu apod., zdůrazňovalo se reálné nebezpečí spontánní privatizace podniku jeho managementem a v neposlední řadě šlo i o to, že pokud by konkrétní podnik zůstal v rukou státu, nebyla žádná perspektiva, že se někdo bude případně pokoušet o jeho restrukturalizaci a přizpůsobení reálným podmínkám, byť s rizikem, že tento pokus se nezdaří.

Poslední z uvedených argumentů měl obzvláštní význam v rámci celkového reformního úsilí a souvisel mj. s dalšími významnými specifiky, jež měla napomoci řešit privatizace v podmínkách prosazování reformy. Myšlenka, že hromadná privatizace by měla znamenat v krátkém čase zefektivnění takto privatizovaných podniků však postrádá logiku, neboť v podnicích nedošlo tímto aktem k žádné změně. Přitom z pozice konkrétního podniku může být zcela nejasné, jak by se v rámci hromadné privatizace měl restrukturalizovat.

Na rozdíl od případu privatizace v tržní ekonomice totiž platí, že při simultánní privatizaci mnoha podniků se buď okamžitě anebo za krátkou dobu změni okolí podniku. Případná předem provedená restrukturalizace se tak může ukázat zcela kontraproduktivní. Obdobná tvrzení ohledně zefektivnění mohla vznikat právě na bázi nepochopení uvedených či dalších možných rozdílů mezi privatizací v tržní a transformované ekonomice.

### **III.2. Restrukturalizace podniků**

Pokusme se o modelovou konstrukci, v jejímž rámci by se hromadná privatizace transktivní ekonomiky měla provést obdobně (a tedy s obdobnými očekáváním o zefektivnění), jako je tomu v případě podnikové privatizace v tržní ekonomice. Logické je vyjít z toho, že celá ekonomika v rámci působení centrálního řízení funguje jako jeden podnik. Privatizace tohoto obrovského celku by musela rovněž proběhnout za přispění jeho restrukturalizace. Jde o úkol nesmyslný, ale logika uvažování mnohých reformátorů nemá od toho daleko.

Technicky bychom navrhli restrukturalizaci v jednotlivých podnicích a potom by proběhlo několik iterací sladujících restrukturalizace alespoň v propojených podnicích. Dospěli bychom tak k výsledku představující-

mu návod pro simultánní restrukturalizaci celé ekonomiky. Pokud bychom v rámci zcela abstraktní úvahy něco takového připustili, za jistých předpokladů nelze zcela vyloučit i „řešení“, v jehož rámci by bylo nejlepší okamžitě zavřít velkou část podniků a propustit veškeré jejich zaměstnance.

Případnému investorovi by byla tak nabídnuta prakticky celá uvolněná pracovní síla, v průměru vysoce vzdělaná a disciplinovaná, zbavená kruhově neúčelných struktur, do nichž byla zařazena v neefektivních podnicích dosavadní ekonomiky, a za daného stavu zřejmě i ochotná se zřici svých sociálních nároků, dlouhodobě kultivovaných paternalistickým státem. Co by takovéto řešení znamenalo v realitě, není třeba rozebírat. Česká reforma se vždy snažila o to, aby k takovému hromadnému „prosazení efektivity“ nedošlo a aby se země v rámci důsledně prováděných reformních kroků zbavila svých neefektivit postupně, bez vyvolávání sociálních a ekonomických katastrof.

Pokusme se nyní o výklad smyslu kupónové složky privatizace, pokud by byla osvobozena od nánosu modelu, do něhož byla uměle zasazena a jehož uvedení na scénu je velmi blízké úvahám o reformních přístupech institucionalistů. Předně si připomeňme, že privatizované podniky byly transformovány na akciové společnosti, účastníci kupónové aukce tak získali akcie emitované těmito společnostmi. K dispozici novým držitelům akcií byla moderní technologie, která jim umožňovala začít obchodovat se svými akciemi, a to buď na organizovaných trzích přímým vstupem či za asistence makléřů, případně se mohli rozhodnout o individuální přímé obchodování. Pro obchodování s akciemi zde byly vytvořeny velmi dobré technické podmínky, zejména pokud je toto posuzováno z hlediska obrovské masy cenných papírů a jejich držitelů, jež se narodila fakticky ze dne na den. Od prvopočátku bylo veřejnosti poskytováno dostatečné množství informací o výsledcích obchodování, takže tím držitelé akcií získávali podklady pro své případné rozhodování o prodeji či koupi cenných papírů, důležité však bylo to, že se jim tímto připomínala možnost obchodovat. Na straně druhé zde ovšem bylo i mnoho úvah o dividendách, účasti na valných hromadách (vzpomeňme si na očekávané valné hromady na stadionech či ve velkých halách) apod. Jakmile se celý systém dal do pohybu, stát ztratil možnost, aby vnášel do něj své „reformní“ korekce a vysílal signály, které by napomohly veřejnosti lépe se orientovat ve smyslu probíhajících procesů.

### III.3. Cíle kupónové privatizace

Pokud se díváme na kupónovou či hromadnou privatizaci z pohledu státu, při naplňování dříve prodiskutovaného základního záměru odstátnění ekonomiky šlo o následující dílčí cíle:

– Stát touto privatizací poskytoval všem občanům příležitost, aby mohli získat alespoň malou částku v rámci procesu, který fakticky představoval hromadný prodej státního majetku. V tomto směru bylo dostatečně adekvátně vysvětleno, že jsou zde velká rizika a každý bude se bude muset spolehnout jen na sebe, zda udělá správné či nesprávné rozhodnutí.

– Očekávalo se, že pravidla hry jsou taková, že v konečném důsledku se v rámci procesu mohou identifikovat i jedinci, kteří případně i bez většího kapitálu dovedou získat větší akciové podíly a v rámci dalších aktivit se stanou jakýmsi motory schopnými efektivně přispět k tomu, že s konkrétním podnikem se „bude něco dělat“ (což stát vůbec zaříditi neuměl). Zde však bylo mnoho rizik, protože „vítězové“ tohoto typu mohli vyvolat nelibost ostatních (což se také v realitě stalo, a to dokonce v rozměrech, s nimiž reformátoři nepočítali).

– U mnoha kupónových podniků šlo o to, že se zdaleka nedalo určit, kde vlastně skončí. Zda výrobci součástek pro vojenská letadla se „najdou“ ve výrobě postelí pro nemocnice, výpočetní středisko většího závodu bude transformováno na síť stávkových kanceláří, ale také že se akcionáři rozhodnou podnik likvidovat. Soukromí vlastníci se takového úkolu mohli zhostit, na rozdíl od státu. Ve mnoha případech se mohli rozhodnout i pro to, že se pokusí o prodej aktiv podniku a podnik zlikvidují.

– Základním problémem státu je to, že neumí propouštět přebytečné zaměstnance, v tuzemských podmínkách však šlo i o problém udržování přísnější pracovní disciplíny. Předání podniků do soukromých rukou otevíralo cestu alespoň k tomu, aby se postupně na tomto poli v celém systému začal vytvářet jiné nahlížení na oblast zaměstnanosti, trhu práce atd., šlo tedy o nesmírně významný prvek jak z hlediska rozvoje tržní ekonomiky, tak z hlediska perspektivy likvidace neefektivnosti v reálné ekonomice.

– Významným problémem státu bylo to, že veřejnost nesla velmi nelibě prodej podniků zahraničním investorům. Předání podniku do soukromých rukou tento problém do značné míry eliminovalo, bylo na akcionářích podniku, zda se případně rozhodnou prodat „svou“ společnost za-

hraničnímu zájemci přímo. Jinak k tomu mohlo dojít nepřímou cestou, prostřednictvím obchodování na trhu cenných papírů.

– U soukromých vlastníků je ve srovnání se státem větší předpoklad, že se budou pokoušet kontrolovat management. Nebudou-li mít k tomu dostatek nástrojů, budou alespoň více křičet. Tento předpoklad se v České republice v návaznosti na kupónovou privatizaci potvrdil.

Uvedený výčet dílčích cílů naznačuje, v čem vyhlídky privatizovaného podniku byly lepší, než v situaci, kdyby k privatizaci nedošlo. K tomu, aby bylo skutečně možno účinně tyto výhody realizovat, bylo nutno naplnit jeden významný předpoklad: dosáhnout toho, aby došlo ve velmi krátkém čase ke koncentraci struktury akcionářů, jež v souladu s charakterem kupónové privatizace byla velmi rozptýlenou.

Podniky, kde se muselo vzhledem k jejich situaci operativně rozhodovat, s vědomím vysokých rizik, musely mít velmi omezený počet vlastníků. Filosofie kupónové privatizace vycházela z toho, že se toho podaří v krátkém čase dosáhnout. Drobný držitel akcií z kupónové aukce byl takto chápán jako krátkodobý spoluvlastník, celý systém jej měl nabádat k tomu, že pokud sám nemá ambice pustit se do získávání většího podílu a aktivně vkročit do rozhodování o budoucnosti konkrétní akciové společnosti, pak bude nejlepší, aby se svých akcií raději zbavil.

Je možno říci, že velmi významná část drobných akcionářů tuto zásadu pochopila, o čemž svědčí především statistiky o vývoji na účtech cenných papírů ve Středisku cenných papírů. Naopak, o těch, kdo měl ambice získat v konkrétním podniku kontrolu, nejraději plnou kontrolu, se přepokládalo, že nejspíše transformují získaný podnik na soukromou společnost, jejíž akcie nebudou obchodovány. U většiny kupónových podniků takovýto vývoj bylo možno za naplnění jistých předpokladů s vysokou pravděpodobností předpokládat, kromě jiného i proto, že šlo spíše o malé či střední podniky. Bohužel, institucionální okolí, které bylo vytvořeno či postupně dotvořeno na bázi provedené hromadné privatizace, bylo v příkrém rozporu s takto chápanou perspektivou „kupónových“ podniků.

### **III.4. Problémy kupónové privatizace**

Pokusme se jen o stručný nástin základních momentů, které se staly významnou překážkou pro důslednější naplnění takto chápaného programu:

– Moderní technologické zázemí, založené na vyspělé technice, pro



obchodování s kupónovými akciemi okamžitě implikovalo myšlenku standardního akciového či kapitálového trhu jak je známe z vyspělých tržních ekonomik. V tomto pojetí se zdůrazňovala filozofie držitele akcií, který investuje své úspory, aby získával dividendy, případně aby v rámci spekulativních obchodů realizoval kapitálový zisk. Zejména propagace dividend dezorientovala drobné akcionáře, přitom bylo zřejmé, že u většiny podniků ještě dlouho půjde spíše o otázku přežití či nepřežití. Pokud mělo jít o kapitálové zisky, šlo snad o ještě spornější otázku.

– S doktrínou kapitálového trhu souvisel automatický převod všech kupónových akciových společností do rangu veřejně obchodovatelných. Ačkoli relevantní legislativa byla k těmto podnikům pokud se standardních nároků týče relativně tolerantní, v praxi se o nich začalo mluvit jako o plnohodnotných veřejně obchodovatelných společnostech, jak jsou známy z rozvinutých trhů. Tato skutečnost nakonec zmátla i zahraniční investory, kteří se začali podílet na obchodování na veřejných trzích.

Zásadní ránu kupónovému programu nasadilo zavedení investičních fondů. Původní představa o nich byla ta, že by měly pro své podílníky koupit za shromážděné kupóny ve vstupní aukci několik privatizovaných podniků a pak je v zájmu těchto podílníků řídit. Zřejmě by musely předem jasně naznačit, o jaké podniky jim půjde, co s nimi zamýšlejí udělat atd., aby získaly podílníky s konkrétními zájmy. Nešlo o nejlepší řešení (rozptýlené vlastnictví se přenášelo na další úroveň), bylo však na kupónových investorech, zda budou riskovat tuto variantu.

Nakonec i zde došlo k prosazení pojetí standardního investování, v tomto případě kolektivního investování, fondům bylo zakázáno vlastnit více než dvacet procent akcií konkrétního podniku a tím se celá perspektiva v přijatelném čase zkonsolidovat vlastnickou strukturu ve většině podniků zablokovala, zejména když pod praporem všech lákadel spojených s kapitálovými trhy se proti očekávání enormně zvýšil počet účastníků kupónových aukcí (což nebyl principiální problém) a dvě třetiny kupónů získaly fondy (což problém byl).

Tyto a další dobře známé skutečnosti dokládají rozporuplný charakter vytvořeného systému. Namísto rychlého převodu kupónových podniků do stavu, který by umožnil dokončit jejich restrukturalizaci, se tyto ocitly ve stavu jistého vakua. S jejich akciemi se více či méně intenzivně obchodovalo na veřejných trzích, bylo však zjevné, že touto cestou nedochází ani k rozvoji kapitálového trhu, ani se neřeší problémy uvnitř privatizovaných společností.

Na straně jedné se poukazovalo na nestandardní charakter takto vytvořeného kapitálového trhu, na straně druhé se kritizovalo, že trh není regulován tak, jak se to děje ve vyspělých tržních ekonomikách. Fakt, že většina podniků, na jejichž bázi kapitálový trh byl založen, na standardní kapitálový trh nepatří, byl zamlčován. Pokusy o rozvíjení relevantní legislativy přispěly ke zlepšení technické stránky obchodování s cennými papíry, napomohly vytvoření perspektivy pro rozuzlení problému neadekvátně nasazených fondů, v některých směrech byly však i kontraproduktivní.

V tomto směru se poněkud nešťastně prosadila například pravidla související s tzv. zásadou ochrany minoritních akcionářů. Došlo k dalšímu podtržení (alespoň formálně) významu aspektů investování v podmínkách, kdy nadále pro drobné akcionáře je účast v roli akcionářů privatizovaných podniků neúměrně riskantní, zkomplikovaly se možnosti získání majority v privatizovaném podniku, což, jak jsme naznačili, je nezbytnou podmínkou pro rozhodování o zásadních restrukturalizačních manévrech schopných navrátit podnik k životu, na straně druhé minoritním akcionářům byly dány k dispozici nástroje, které jim umožňují vetovat důležitá rozhodnutí, jež by případně mohla napomoci zachránit podnik v extrémních situacích atd.

Je pravdou, že za současného stavu věcí uvedené otázky, pokud jde o jejich návaznost na problematiku kupónové privatizace či privatizace obecně, již nejsou aktuální. S jistým zpožděním většina kupónových podniků z veřejných trhů odchází. Je škoda, že se tak děje pod tlakem regulačních pravidel, že k tomu nedošlo přirozenou cestou, na základě konsolidace vlastnické struktury již před několika lety. Pokud by k tomu došlo dříve, řada těchto podniků se již mohla na kapitálový trh vrátit s nově emitovanými akciemi poté, co je vlastníci dokázali dostatečně ozdravit. Nedomníváme se však, že jde o zásadní problém.

## **Závěr**

Privatizace, včetně její kupónové složky, svůj účel splnila, něco se zřejmě dalo udělat lépe, několik podniků mohlo dosáhnout lepšího stavu. V podstatě však nešlo o jednotlivé podniky, šlo o ekonomiku jako celek. Pokud zde byly vyloženy chyby, dotýkalo se to neadekvátního způsobu budování kapitálového trhu. Na nestandardní trh cenných papírů, který měl fungovat jen omezenou dobu a dovést nestandardní kupónovou privatizaci ke standardnímu konci, byla naroubována zcela nea-

dekvátní pravidla a kladeny požadavky, které takovýto trh nemohl plnit. Na vině však není kupónová privatizace.

Nesporným pozitivem kupónové privatizace byla skutečnost, že v jejím rámci prakticky celé obyvatelstvo dostalo reálnou příležitost seznámit se s mnoha aspekty moderního kapitalistického systému, s jeho technickými stránkami jako je fungování trhů cenných papírů, struktura akciových společností, ale také s podstatnějšími stránkami tržní ekonomiky, zejména nutností počítat s tím, že případné výhody s sebou nutně nesou také rizika a každý se musí rozhodnout sám, jakou konkrétní alternativu si zvolí. Je dobře, že většina absolvovala tuto školu bez nutnosti vystavovat riziku své reálné úspory. Takto získané poznatky obyvatelstva jsou také nedílnou součástí systémových změn, o něž se nesporně zasloužila kupónová privatizace a jež posunuly českou transformaci dopředu.

# Kupónová privatizace: politický úspěch, ekonomické selhání

*Jan Mládek*

ředitel, Český Institut Aplikované Ekonomie, s.r.o.

Kupónová privatizace je jev, který byl zatracován i opěvován, a v poslední době je nejraději zapomínán. To platí nejen pro českou společnost a české ekonomy, ale i pro mezinárodní instituce. Například Světová banka (SB) považovala myšlenku kupónové privatizace původně za špatný nápad, pak se stala jejím nadšeným propagátorem (v tomto období jezdil za peníze SB jeden z otců české „kupónovky“ zavádět akcie do každé kazašské jurty) a dnes pro jistotu nemá SB na kupónovou privatizaci žádný názor.

Hodnotíme-li kupónovou privatizaci, musíme její dopad rozdělit minimálně na dvě části: část politickou a část ekonomickou. Je třeba jasně říci, že z politického hlediska byla kupónová privatizace jednoznačným úspěchem předsedy Václava Klause a jeho strany, tedy ODS. Nadílka ve dvou vlnách se voličům líbila. Proč nedostat bez práce dvakrát kolem deseti tisíc korun? Je to tak svůdné. Proč to nevzít, když to stát dává skoro zadarmo a proč potom nehodit hlas tomu kdo tuto nadílku zařídil? Nejpodivuhodnější na tom je fakt, že toto vše ještě navíc bylo vydáváno za pravicovou liberálně-konzervativní politiku! Podíváme-li se totiž na veřejné výdaje v metodice, která je používána pro plnění maastrichtských kritérií, zjistíme, že největší transfery obyvatelstvu a tudíž i deficity veřejných financí byly v letech 1993 a 1995, tedy v letech kdy byl realizován transfer akcií první a druhé vlny. Předseda Klaus si provedením tohoto unikátního projektu sociálního inženýrství nepochybně získal značnou politickou podporu. A socialisty, kteří jsou neustále podezíráni ze sklonu k sociálním transferům nic tak velkolepého nenapadlo.

Nutno ovšem říci, že z ekonomického hlediska byla kupónová privatizace holým neštěstím. Autor těchto řádků se musí přiznat, že v první polovině devadesátých let byl v principu stoupcem kupónové privatizace a pouze nedostatečně, spíše saloně, kritizoval její některá slabá místa (viz. Bláha, J. Mládek, J. aj. 1992 a Mládek, J. 1995). Byl tehdy přesvěd-

čen, že stačí zavést důslednou regulaci kapitálových trhů a nedovolit okrádání minoritních akcionářů a starat se o „corporate governance“ ve zprivatizovaných podnicích. Toto je dnes mainstreamový názor. Tehdy to byl názor disidentský, protože v módě byl trh liberální bez jakýchkoliv pravidel. Dnes se domnívám, že pravdu měli ti, kteří tvrdili, že je to chyba od samého počátku, neboť to ohrožuje fungování českých podniků a vůbec celkový výkon české ekonomiky. Nicméně dovolil bych si zasadit celou věc do širšího kontextu.

## **1. Začátek transformace – recepty mezinárodních institucí**

V počátcích transformace bylo obtížné vůbec prosadit privatizaci jako prioritu v reformním balíku. Při tvorbě reformního balíku dominoval Václav Klaus, který protlačil v tuhých diskusích svoji verzi transformačního programu. Podařilo se mu prosadit standardní recepty Mezinárodního měnového fondu (liberalizace zahraničního obchodu a cen, restriktivní monetární a fiskální politika, vnitřní konvertibilita koruny) jako svůj program. K nim pak ještě přidal privatizaci jako snahu změnit též něco na podnikové úrovni, a protože byl realista, tak i tvorbu sociální sítě pro ty neúspěšné v tržní ekonomice.

Tento program získal jak podporu mezinárodních institucí, které poskytl úvěry či jejich závazné přísliby, tak i obyvatelstva, jež bylo připraveno přinést oběti, aby dosáhlo blahobytu vyspělých tržních ekonomik západní Evropy. Tento Klausův program však již byl posunem oproti původním doporučením ideologů liberalismu (M. Friedman, J. Sachs), kteří prosazovali pouze dosažení stabilního makroekonomického rámce s přesvědčením, že změny na podnikové úrovni nastanou již spontánní aktivitou ekonomických subjektů. (Reformní balík L. Balcerowicze v Polsku, tvořený pod přímým vlivem J. Sachse a spuštěný o rok dříve než Klausova československá transformace, neobsahoval ani slovo o privatizaci, nemluvě již o tvorbě sociální sítě.) Tedy jistý pokrok oproti liberální ortodoxii zde byl, nikoliv ale dostatečný: chybou byla například příliš rychlá a jednostranná liberalizace zahraničního obchodu.

Nicméně největším historickým přínosem Václava Klause byl samotný fakt, že se nebál odstartovat reformu, že se nebál vzít na sebe zodpovědnost, prostě že jsme začali. Většina ostatních reformátorů totiž tehdy viděla celou ekonomiku příliš komplexně a rychlé spuštění změn pokládala za příliš riskantní. Proto měli tendenci start transformace odkládat. Odstartování reformu byl čin nepochybně pozitivní, nicméně později bo-

hužel převážila neochota učit z vlastních chyb a korigovat programy, které se zjevně neosvědčily. Jedním z nejvýraznějších problémů tohoto typu je kupónová privatizace.

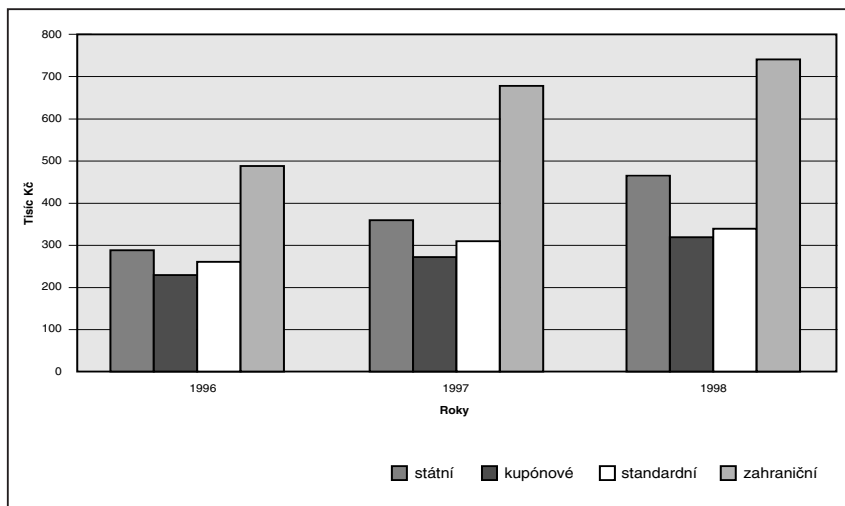
## **2. Uspěchaná privatizace**

První fáze transformace – makroekonomické stabilizace – se podařilo dosáhnout docela rychle a česká ekonomika absorbovala relativně hladce i další šok: rozpad československé federace. Nicméně v té době se již objevilo hluboké systémové nepochopení: představa, že makrostabilita je udržitelná bez stabilizace na podnikové úrovni (nikoliv samozřejmě všech podniků, protože strukturální změny byly a jsou nutné, ale jejich podstatné části). Zde naši liberálové dokonce odmítli zkušenost své „velké učitelky“ lady Thatcherové, která podniky před privatizací nechávala restrukturalizovat. Bylo vyhlášeno heslo, že vláda nemá žádnou restrukturalizaci před privatizací provádět a má vše nechat soukromým vlastníkům, kteří to dokážou lépe než nekompetentní a nepodnikaví vládní úředníci. Jaké jsou výsledky? Koaličním vládám se v praxi podařilo ukázat, že existují formy soukromého vlastnictví, které jsou horší než vlastnictví státní.

V roce 1998 jsme se pokusili vyhodnotit výsledky podniků podle formy vlastnictví a došli jsme k překvapivým výsledkům: podniky privatizované kupónově měly daleko nejhorší výsledky, jen o málo lepší výsledky měly podniky privatizované domácím podnikatelům na úvěr, zdatelně lepší výsledky měly podniky státní a daleko nejlepší výsledky měly podniky s účastí přímých zahraničních investorů.

Ukázalo se, že špatně provedený pokus o „národní kapitalismus“, byl velmi drahým pokusem pro daňové poplatníky. Problémy, které vznikaly, měly zdánlivě mnoho příčin: bankroty a likvidace bank, tunelování investičních fondů a podniků. Příčina ve skutečnosti byla jen jedna: snaha o maximální urychlení procesu privatizace a to ještě do rukou lidí bez peněz. Cílem jak kupónové privatizace, tak prodeje lidem bez peněz, bylo zabránit „výprodeji“ českých podniků do rukou cizinců. Toho, co v zemích západní Evropy probíhalo generace, mělo být u nás dosaženo za několik let. Žádné dlouholeté odříkání při budování firmy, žádná protestantská etika odkládání spotřeby na úkor investování do budoucnosti, ale snaha získat vše hned a co nejrychleji. Podařilo se tak vytvořit zvláštní druh kapitalismo-socialismu: zisky jsou soukromé, o ztráty se náš neúspěšný podnikatel solidárně dělí se svými dodavateli, státem, bankami a přes ně s celou společností.

## Přidaná hodnota na zaměstnance v tis. Kč podle druhu privatizace ve zpracovatelském průmyslu



*Pramen: Mládek, J.: Nejhorší výsledky mají kupónově zprivatizované průmyslové podniky, Hospodářské noviny, 15. 2. 1999, strana 5.*

### 3. Nechuť k institucím

Zastánci kupónové privatizace dnes tvrdí, že vše mohlo být daleko lepší, kdyby se vláda věnovala budování institucí: Komise pro cenné papíry, soudnictví, bankovnímu dohledu atd. Je nepochybné, že vůle budovat instituce zde nebyla. Dá se dokonce říci, že velmi silným rysem tehdejšího establishmentu byla neochota budovat instituce. Příčiny byly dvě: na jedné straně ideologická naivita, víra, že spontánní řád si vytvoří instituce sám od sebe. Druhým momentem zřejmě pak byla zjištěná snaha některých zájmových skupin paralyzovat instituce, které by mohly omezovat tunelování, „insider trading“ apod. Při budování institucí mělo jít především o budování státu. Moderní stát, byť poskytne nemalou míru ekonomické svobody, musí být velmi silný v některých oblastech, a to především v oblasti práva. Ekonomická svoboda totiž dává prostor i těm, jejichž soukromá iniciativa je destruktivní a proti nimž je třeba společnost chránit.

Nicméně si myslím, že ani v případě, že by existovala velmi silná vůle budovat a upevňovat instituce, tak by tato snaha nebyla úspěšná pro

zlepšení důsledků kupónové privatizace. Soudy, komise pro cenné papíry potřebovaly čas, aby se naučily s novými jevy zacházet. Doba učení by byla dostatečnou dobou pro to, aby i při nejlepší dobré vůli přišli s křížkem po funuse.

Kupónová privatizace byla snaha vytvořit kapitálový trh sociálně-inženýrským experimentem shora. Normální postup, kdy podnikání fyzické osoby přechází ve společnost s ručením omezeným, ta přechází na určitém stupni v uzavřenou akciovou společnost. Uzavřená akciová společnost, je pak jednoho dne uvedena na kapitálový trh a je veřejně obchodovatelná. U těchto firem pak ještě můžeme rozlišit dvě podskupiny: veřejně obchodovatelná akciová společnost, kde existuje dominantní vlastník, který stará o řízení a správu společnosti („corporate governance“) a nebo akciovou společnost s rozptýleným vlastnictvím, kde i podíl největšího vlastníka je v procentech jednociferný. Takováto společnost je vrcholem sofistikovanosti formy podnikání a i ve vyspělých zemích má tuto formu jen malá část firem.

V České republice, respektive Československu, došlo ke grandiosnímu pokusu sociálního inženýrství: vytvořit veřejně obchodovatelné společnosti shora. Téměř dva tisíce podniků byly povinně převedeny na otevřené akciové společnosti a povinně uvedeny na trh. Z politických důvodů byla snaha udržet co nejdéle veřejnou obchodovatelnost. Teprve po čase, díky tržním tlakům, došlo k opačnému procesu, než proběhl a probíhá ve vyspělých zemích. Na místo pohybu od podnikání fyzických osob k podnikání ve formě veřejně obchodovatelné společnosti nastal posun směrem opačným.

Veřejně obchodovatelné společnosti prováděli a provádějí tzv. delisting a stávají se uzavřenými akciovými společnostmi anebo společnostmi s ručením omezeným. Minimálně se stávají veřejně obchodovatelnými akciovými společnostmi s dominantním vlastníkem. Trh si poradí i v situaci uměle vytvořené a neadekvátní podnikatelské formy. Jediným problémem zůstává to, že tento proces byl neuvěřitelně drahý a delší, než se očekávalo. Základní příčinou této délky byl a do určité míry stále je neefektivně fungující zákon o konkurzu a vyrovnání. Odchod z trhu, smrt podniku či její hrozba měl být jedním ze základních pilířů restrukturalizace české ekonomiky.

To bylo jednou z klíčových myšlenek i amerických ideologů postkomunistické transformace (Sleifer, A., Vishny, R. W. 1992), kteří tvrdili, že je naprosto lhostejné, jaká bude prvotní metoda privatizace. Zda to bude



privatizace zaměstnancům, manažerům, všemu lidu dané země přes kupóny, zahraničním investorům, na dluh domácím podnikatelům, neboť konkurs a sekundární trh se rychle postarají o to, aby se vytvořily efektivní podnikatelské formy a kapitál se dostal těm, kteří s ním umí pracovat. Nedocenili však jednu věc. Privatizace vygenerovala rychle vykvašené kapitalisty, kterým se jejich pozice zalíbili a nechtěli je ztratit. Tudíž vynaložili nemálo úsilí na to, aby neexistovala hrozba, že o svůj podnik přijdou, tedy hrozba konkursu. Lobovat v parlamentu proti efektivnímu zákonu o konkursu a vyrovnání je snazší, než soutěž na světovém trhu. Neefektivita exitu z trhu způsobila, že i další nástroj restrukturalizace, tj. předprodej aktiv kompetentnějším podnikatelům, probíhal velmi dlouho a velmi nákladným způsobem.

#### **4. Alternativy**

Poslední obranou linií zastánců kupónové privatizace je tvrzení, že nebyla jiná možnost než tato, neboť stát neměl kapacitu zúřadovat tisíce klasických privatizací a hrozilo nebezpečí, že tyto podniky nebudou zprivatizované ještě dnes. Na tom je něco pravdy, pokud nevezmeme v úvahu strukturu české ekonomiky, která byla je dosud je velmi vertikálně integrována.

Kdyby se bylo podařilo státu privatizovat klasickým způsobem deset až dvacet klíčových podniků (model Škoda Auto), tak by se stovky dalších podniků svezly s touto privatizací podobným způsobem jako dodavatelé Škody. Menší podniky pak mohly být privatizovány klasickými metodami „management buy out“ či „management buy in“. Základní argument používaný proti těmto metodám na počátku devadesátých let se ukázal jako naprosto nesmyslný. Tyto metody byly považovány za špatné, protože v přechodném období, než získají manažéři plnou vlastnickou kontrolu, je podnik polostátní či polosoukromý. Byla snaha se takové situaci vyhnout. Ukázalo se, že to stejně není možné. Nominálně soukromé podniky byly naprosto závislé na úvěrech polostátních bank a stát se zodpovědnosti stejně nezbavil a chyby těchto podnikatelů zaplatili skrze restrukturalizaci bank daňoví poplatníci.

#### **Závěr**

Byl koncept kupónové privatizace naprosto špatný? Domnívám se, že nikoliv. Myšlenka zahrnout občany do privatizace má pochopitelně něco do sebe. Bylo možné použít kupónovou privatizaci k odstátnění až 49%

akcií velkých podniků typu Telecom, ČEZ, banky a podobně mohly být částečně privatizovány tímto způsobem. Největší chybou bylo dovolit divokou hru o kontrolu nad podniky doprovázenou navíc slabými mechanismy pro odchod z trhu, neochotou budovat instituce a nezájmem o „corporate governance“. Snaha vytvořit domácí kapitalisty pak paradoxně vedla k výsledku, že jsme na zahraničním kapitálu závislejší více než bylo nutné.

### **Literatura:**

- Bláha, J., Kýn, O., Mejstřík, M., Mládek, J.: *Tři uzly na kupónové privatizaci*, Respekt č. 3, No. 5, II/1992, Praha.
- Mládek, J.: *Voucher Privatization in the Czech Republic and Slovakia*, in: *Mass Privatization An Initial Assessment*, OECD, Paris, January 1995.
- Mládek, J.: *Nejhorší výsledky mají kupónově zprivatizované průmyslové podniky*, Hospodářské noviny, 15. 2. 1999, strana 5.
- Sleifer, A., Vishny, R. W.: *Privatization in Russia: First Steps*, mimeo 1992.

# Budme hrdí na kupónovou privatizaci

*Marek Loužek*

Centrum pro ekonomiku a politiku

Deset let od zahájení kupónové privatizace je dostatečný časový odstup k relativně klidné a nezaujaté analýze. V médiích by bylo možné očekávat vyváženou diskusi o silných a slabých stránkách kupónovky, střizlivé bilancování a hodnocení. Je překvapivé, že žádná *diskuse* se u nás o kupónové privatizaci nevede. Místo ní zavládl jednostranný, pesimistický pohled na jeden z nejzajímavějších privatizačních experimentů v dějinách.

Následující text je pohledem mladého ekonoma, který v době kupónové privatizace nedržel žádnou funkci, a necítí proto potřebu obhajovat „své dílo“. Jde o názor normálního občana České republiky, který se zúčastnil obou vln kupónové privatizace, na nichž sice příliš nezbohatl, ale rozhodně na nich nezchudl. Investovaná tisícikoruna za kupónovou knížku se bohatě vrátila, a to nejen finančně, ale i kvůli dobrému pocitu účasti na tomto ojedinelém a neopakovatelném projektu.

Cílem stati je uchopit kupónovou privatizaci v jejím historickém, ekonomickém a politickém kontextu. Kupónová privatizace jistě nebyla privatizační metoda dokonalá a nesla i řadu rizik. Otázka zní, zda jiné alternativy byly dokonalejší a nesly by méně rizik. Podle všech souvislostí se zdá, že tomu tak nebylo.

Struktura stati je následující: první část přináší teoretický úvod do teorie rychlé versus pomalé privatizace. Druhá část zasazuje kupónovou privatizaci do kontextu ostatních privatizačních metod v ČR. Třetí část provádí zahraniční privatizační srovnání. Čtvrtá část odpovídá na nejčastější námitky proti kupónové privatizaci a pátá část přináší závěr.

## **1. Transformační dilema: rychlá nebo pomalá privatizace?**

Jeden ze základních kroků přechodu od centrálně plánované k tržní ekonomice vedle makroekonomické stabilizace, liberalizace cen a zahraničního obchodu byla – a v tom jsou všichni jednotní – privatizace. Diskuse lze vést o tom, jak rychle a jakou formou privatizaci provést. Podobně jako u ostatních transformačních kroků existovaly i k privatizaci dva základní přístupy: rychlá (někdy nazývaná „šoková“) terapie anebo gradualismus.

Transformační privatizace se liší od „klasické“ privatizace tím, že je třeba najednou privatizovat obrovské množství podniků. Transformační privatizace prováděná standardními metodami – prodejem domácím či zahraničním investorům by trvala možná i několik desetiletí. Alternativou je proto zvolit relativně rychlou privatizaci prováděnou alespoň zčásti nestandardními metodami.

**Tab. 1: Výhody a nevýhody rychlé a pomalé privatizace**

	Rychlá privatizace	Pomalá privatizace
Výhody	Brzké odstátnění, odříznutí podniků od státních rozpočtu. Podniky jsou hozeny do „studené vody“, učí se tržním podnětům.	Možnost uvážlivého hledání strategického, „vhodného“ vlastníka.
Nevýhody	Komplikované usazování vlastnických práv po privatizaci.	Předprivatizační agónie. Posílení pozic nomenklaturních manažerů. Hrozba „divoké“ privatizace.

Jak rychlá (zčásti nestandardní) tak pomalá (standardní) privatizace mají své výhody i nevýhody (tab. 1). Výhodou *rychlé privatizace* je brzké odstátnění a odříznutí podniků od státního rozpočtu. Manažeři se již nemohou spoléhat na pohodlnou pomoc státu, ale musí se dokázat orientovat v tržním prostředí. Nevýhodou je, že podniky patří již sice vlastníkům, nikoli však konečným vlastníkům, tzv. strategickým. Moc vlastníků nad podnikem je mnohdy omezená. Usazování vlastnických práv trvá určitou dobu a neobejde se bez nákladů.

Výhodou *pomalé privatizace* je, že stát může uvážlivě hledat vhodného, strategického vlastníka, a když jej najde, obdrží od něj kladnou cenu. Nevýhodou je, že tato cena nemusí převýšit náklady, které s udržováním podniku dosud měl, zejména s tím, že podnik se nacházel v „předprivatizační agónii“, manažeři využívali své pozice k odprodeji aktiv a nátlaku na stát, aby hradil ztráty. Hrozí, že než stát najde strategického vlastníka, dojde mezitím k „divoké“ privatizaci, kdy si manažeři vytunelují firmu a aktiva převedou do spřízněných společností.

Rychlá a pomalá privatizace se liší také v časové kumulaci politických nákladů a výnosů. U rychlé privatizace se politické náklady a výnosy koncentrují do relativně krátkého období (kyvadlový pohyb od bezmez-

ného obdivu až k mohutnému odsuzování), zatímco u pomalé privatizace se náklady i výnosy „rozloží“ do delšího období, takže nejsou tak viditelné. To umožňuje vysvětlit, proč byla česká privatizace v I. polovině 90. let tolik obdivována, zatímco dnes je bezmyšlenkovitě odsuzována.

## 2. Kupónová privatizace v kontextu ostatních privatizačních metod v ČR

Ačkoli lze abstraktně privatizaci rozlišit na rychlou (šokovou), nebo na pomalou (graduální), fakticky prováděná privatizace je ve všech zemích smíšená. I v ČR bylo kombinováno více privatizačních metod, vedle kupónové privatizace to byly restituce do rukou fyzických osob, transformace družstev, malá privatizace (dražby) a prodeje podniků domácím i zahraničním investorům.

Dokonce i většina „kupónových“ podniků byla privatizována smíšeně, tj. menší část podniku šla na kupóny a větší část si podržel v rukou stát a prodával je standardními metodami. Z privatizovaného majetku v účetní hodnotě 780 mld. Kč připadlo zhruba 333 mld. Kč. na kupóny. Kupónová privatizace byla tedy ze všech privatizačních metod relativně největší, nikoli však většinová. Nezanedbatelné byly přímé prodeje domácím i zahraničním investorům a další metody.

**Tab. 2.: Majetek ve velké privatizaci (účetní hodnota)**

Typ privatizace	Účetní hodnota (kč)	%
Kupónová privatizace	333 mld.	42,7
Přímé prodeje	237 mld.	30,4
Bezúplatný převod na měst a obce	121 mld.	15,5
Bezúplatný převod do rezervních fondů akciových společností	64 mld.	8,2
Bezúplatné restituční převody	25 mld.	3,2
<b>CELKEM</b>	<b>780 mld.</b>	<b>100</b>

*Pramen: FNM*

V některých publikacích (a patří mezi ně i text Jana Mládka otištěný v tomto sborníku) i materiálech sociálně demokratické vlády bylo srovnáváno hospodaření českých podniků zprivatizovaných kupónovou metodou s ostatními firmami a ukázáno, že „kupónové“ podniky mají rela-

tivně nejhorší hospodářské výsledky. To je pro některé lidi důkaz, že kupónová privatizace byla omyl. Ve skutečnosti je však tento „důkaz“ podvodem.

Hospodaření či perspektivnost podniků byl totiž klíčový faktor jejich atraktivity při privatizaci. Podniky, které slibovaly vynikající ziskové příležitosti, koupili zahraniční investoři (mnohdy je však musela vláda očistit, jako u automobilky Škoda). Průměrně atraktivní firmy převzali strategičtí investoři z Čech – na úvěr. Do kupónovky se pak dostal zbytek, o který by – s jistou nadsázkou – nikdo nestál. Pokud by nepřišla kupónová privatizace, podniky průměrné a podprůměrné by nadále zůstaly v rukou státu a žádaly by od něj tučné dotace na sanaci či oddlužení.

Často bývá ironizován výnos kupónové privatizace pro občany. Přes všechny stížnosti velká většina účastníků na kupónové privatizaci vydělala. Výnos z jedné kupónové knížky byl v drtivé většině větší než tisíc korun. Nespokojenci se mohou rekrutovat ze dvou skupin: menší část, která investovala tak nešťastně, že dosud neviděli jedinou dividendu a jejich akcie jsou bezcenné. Druhá část, zřejmě mezi nespokojenci převažující, která sice vydělala, ale méně, než by si přála.

Určitý psychologický efekt mají na některé lidi v médiích tolik populární výpočty potenciálních zisků, kolik by někdo mohl dosáhnout, kdyby investoval v optimálním kole té které vlny a pak akcie prodal přesně v den, kdy jejich cena na burze byla nejvyšší. Jde o čistě hypotetické výdělky, kterých pravděpodobně nikdo nedosáhl (nebo jen naprosté minimum lidí), ale které vyvolávají podvědomé pocity závisti a nespokojenosti.

Kupónová privatizace byla hra, která měla jasná a transparentní pravidla, vyšli z ní vítězové i poražení, ale v každém případě šlo o obrovské poučení pro všechny, co znamená trh, výnos, investice a riziko. Pociťuje-li někdo klamání z kupónové privatizace, může být způsobeno přehnanými očekáváními. Vize, že se lidé stanou bohatými akcionáři, kteří spokojeně sedí v koženém křesle, kouří drahé doutníky a do konce svého života pobírají tučné dividendy, byla příjemná. Probuzení do kruté reality pak u někoho mohlo vyvolat kocovinu.

### **3. Zahraniční srovnání**

Kupónová privatizace se někdy vnímá jako český unikát. To však není úplně přesné. I jiné tranzitivní ekonomiky – především ty, které měly smůlu, že byly totálně postátněné (Československo, Bulharsko, Rusko) – byly

nuceny přistoupit k různým „kupónovým“ schémátům. Určité formy kupónové privatizace však využilo i Polsko a dokonce i Slovinsko. Ve všech těchto zemích stejně jako v ČR šlo o jednu z mnoha privatizačních metod.

Zahraniční zkušenosti ukazují, že žádné zázračné privatizační metody zřejmě neexistují. V Polsku bylo například v roce 1999 ještě 3 600 podniků v rukou státu a privatizaci se nikdy nepodařilo dokončit. Působily tři hlavní privatizační brzdy: nevyřešené restituce, nejasnost o roli zahraničního kapitálu při privatizaci a kombinace právních a institucionálních pravidel, které určují strukturu vlastnických práv v podnicích.

Polští ekonomové hovoří o syndromu bermudského trojúhelníku: firmy jsou zdrženlivé k privatizaci a restrukturalizaci, neboť přežívá podivný propletenec zájmů zaměstnaneckých rad, odborů a ředitelů podniků. Často dochází k pololegálním či neformálním postupům, kdy se spojí staré nomenklaturní vedení s řediteli bank, kteří byli jmenováni exkomunisty. Management se obvykle brání zahraničnímu převzetí a místo toho činorodě odprodává podnikový majetek.

Polská vláda si byla v polovině 90. let dobře vědoma syndromu bermudského trojúhelníku, a proto se rozhodla pro zvýšení počtu privatizačních metod, včetně rozdělení majetku pomocí kupónů. Bylo schváleno, že investiční fondy dostanou 60 procent akcií podniků a že každá skupina bude držet 33 procent nějakého podniku, za něž bude vystupovat jako hlavní akcionář plus menší podíly ostatních podniků. „Kupónová“ metoda se v Polsku uplatnila asi u 500 podniků.

Představa, že západní odborníci dokáží tyto investiční fondy efektivně řídit, takže se hospodaření „kupónových“ podniků viditelně zlepší, se však ukázala jako iluzorní. Podniky zůstaly v de facto polostátním vlastnictví a dodnes vyvíjejí účinný tlak na vládu, aby je sanovala.

Specifická tranzitivní země, kde již před rokem 1989 existoval poměrně silný soukromý sektor, je Maďarsko. Maďaři odmítli rozdělení státního majetku zadarmo – ať už občanům nebo zaměstnancům firem. Stát si podržel podniky ve vlastnictví až do doby, než se našel vhodný strategický investor – domácí nebo zahraniční. To však neznamená, že by celý proces vědomě pod plnou kontrolou vlády.

Maďarská „spontánní“ privatizace, která probíhala již od konce 80. let, byla plná improvizací. Experimentování vytvářelo právní nejistoty a zpoždění, na druhé straně to umožňovalo včasné poučení se z chyb a zavádění pružných korekcí. Státní podniky byly za účelem privatizace ro-

zdrobeny. Podnik se právní cestou zrušil, prodala se jeho hmotný majetek, goodwill, výrobní i obchodní know-how. Aktiva se legálním nebo nelegálním způsobem odčerpala do soukromých firem.

Důsledkem bylo, že Maďaři pravděpodobně našli „ideálnější“ vlastníky, než byli „první vlastníci“ v ČR či v Polsku, avšak za cenu bolestnější před-privatizační agónie. Motivem pro pomalejší privatizaci byla i snaha vlády využívat příjmů z privatizace pro zmírňování schodku státního rozpočtu.

Slovensko, které je považováno za favorita při první vlně rozšiřování EU, muselo řešit podobné institucionální problémy jako ČR. Proběhl boj o kontrolu mezi velkými bloky držitelů zaměstnaneckých akcií a velkými bloky vnějších akcionářů – investičních fondů, které původně držely akcie v poměru 50:50. Při vnitřním boji o kontrolu se používaly peníze k vytlačení druhé skupiny a odčerpávaly se tak prostředky potřebné pro investice.

Nezdá se, že by česká (post)privatizační zkušenost byla v kontextu jiných tranzitivních zemí ojedinělá. Převod státního či polostátního majetku do soukromých rukou probíhá komplikovaně všude a žádná varianta není bez nákladů. V totálně zestátněné ekonomice, jakou Československo před listopadem bylo, se kupónová privatizace jeví být originálním a elegantním řešením.

Odlíšné míry ekonomického růstu v různých tranzitivních ekonomikách, které bývají brány jako doklad o úspěšné či neúspěšné privatizaci, jsou spíše výsledkem odlišné makroekonomické politiky, zejména měnové kurzové. Byla to příliš tvrdá měnová politika v II. polovině 90. let, nepřiměřené křehké transformační situaci, která vedla v ČR ke zpomalení hospodářského růstu. Privatizace hrála roli podružnou, pokud vůbec nějakou.

#### **4. Argumenty proti kupónové privatizaci**

Proti kupónové privatizaci (KP) bývá vznášeno šest kritických argumentů: 1. KP nepřinesla nový management ani nový kapitál, 2. KP nenapomohla k restrukturalizaci podniků, 3. KP byla čistě formální, neboť nenašla strategické vlastníky, 4. KP byla prováděna bez právního rámce, což umožnilo pozdější tunelování, 5. KP vytvořila rozptýlené vlastnictví, což neumožnilo efektivně vykonávat vlastnická práva, 6. KP nepřinesla žádný fiskální efekt.

Obecně lze říci, že na každé z těchto stížností je „něco je“, neberou se však v úvahu reálné alternativy. Klíčové je, zda jiné privatizační metody by vyvolaly lepší výsledek v tom kterém kritériu, a zda by jiná privatizace proběhla s menšími transformačními náklady. Lze o tom vážně pochybovat.



Ad 1. Námitka, že KP nepřinesla nový management ani nový kapitál, patří k nejčastějším a současně nejslabším argumentům. Zaměstnanecké spoluvlastnictví, které doporučovali na počátku 90. let levicoví ekonomové, by nepřineslo ani nový management ani nový kapitál. Jen s velkými výhradami jej mohli přinést domácí či zahraniční investoři.

Domácí investoři kupovali podniky převážně na úvěr. Noví majitelé, aby dostali svým závazkům vůči státu, museli podniky vysávat, nebo vyrážet klín klínem v podobě drahých provozních úvěrů. Domácí investoři tedy možná dodali podnikům nový management, ale kapitál jim spíše ubrali.

Zahraniční investoři, do nichž se dnes vkládají velké naděje, se rozhodně netlačili všude. A i tam, kde se tlačili, požadovali od státu očištění podniku a různé daňové či jiné výhody. Zahraniční investoři nejsou jen Volkswagen, ale např. i AIR FRANCE, jehož vstup ČSA skončil fiaskem. Nebo Nomura, která se v IPB rozhodně nechovala dobročinně, a tomu, že by dodala IPB více kapitálu, než jí ubrala, věří málokdo. Kupónová privatizace právě proto, že byla „zadarmo“, motivovala nové vlastníky podniky „vysávat“ méně, než tomu bylo u přímých prodejů.

Ad 2. Okřídlenou námitkou proti KP je, že nenapomohla restrukturalizaci podniků. To je však sporné. Privatizace totiž znamenala výrazný restrukturalizační impuls, když se v jejím průběhu podniky rozdělovaly do menších. Po liberalizaci cen a zahraničního obchodu došlo k přeorientování podniků na západní trhy a výraznému poklesu počtu zaměstnanců v podnicích.

**Tab. 3: Restrukturalizace českého průmyslu v průběhu privatizace**

	1991	1992	1993	1994
Počty větších podniků*	1245	2416	3109	4024
Počty zaměstnanců	1724.000	1522.000	1409.000	1342.000

*Pramen: ČSÚ, \*podniky s více než 25 pracovníky*

Statistiky ukazují, že v letech 1991–94 došlo k poklesu zaměstnanců průmyslových podniků o 23 % a počet větších podniků se díky organizační restrukturalizaci zvýšil na více než trojnásobek. Obava, že by během kupónové privatizace neprobíhala restrukturalizace, je tedy neoprávněná. Restrukturalizace je permanentní proces, který provádějí především konkrétní jedinci na mikroúrovni. Vláda jej ze své podstaty nemohla ani příliš urychlit, ani příliš zbrzdit.

K restrukturalizaci docházelo během privatizace i po ní. Vláda se netajila záměrem, že nechce provádět restrukturalizaci podniků, ale chce ji nechat až novým vlastníkům. Bylo to rozhodnutí správné, neboť není jasné, jakým způsobem by chytrí úředníci z ministerstva průmyslu, Fondu národního majetku či Úřadu vlády restrukturalizaci prováděli. Restrukturalizace je věcí soukromých vlastníků, nikoli státu.

Ad 3. KP prý byla spíše formální. Je to pravda, neboť jejím účelem nebylo nalézt konečné, strategické vlastníky, nýbrž odstátnit podniky a umožnit, aby si soukromí investoři koupili podíly na kapitálovém trhu. K tomu také skutečně docházelo, v rámci tzv. „třetí vlny“, která znamenala koncentraci vlastnictví do rukou konečných, tj. strategických vlastníků.

Proces koncentrace vlastnických práv, tj. nalézání „strategických vlastníků“, byl bolestivý, ale nutný. Kdyby kupónová privatizace neproběhla, podniky by zůstaly v předprivatizační agónii, manažeři by je úspěšně vyřadili a privatizovali spontánně. Koncentrace vlastnických práv by proběhla neméně komplikovaně. KP tak byla sice „formální“, ale není jasné, zda by pomalá privatizace nebyla ještě „formálnější“.

Neprůhledné vlastnické struktury, křížové vlastnictví a rozličné institucionální propletence najdeme ve všech tranzitivních ale i vyspělých ekonomikách. Problém nastává ve chvíli, kdy se vláda rozhodne tuto křehkou situaci nerespektovat a chce na transformační realitu „naordinovat“ normy a pravidla uměle přenesené z vyspělých ekonomik. Bohužel právě k tomu došlo v ČR.

Ad 4. Někteří připouštějí, že jistá „tolerance“ na počátku postprivatizační fáze byla oprávněná, neměla však trvat tak dlouho a mělo dojít dříve k dotvoření právního rámce, zejména regulace kapitálového trhu. V této argumentaci se směšují dvě věci: budování právního rámce a regulace trhu. Právní rámec pro privatizaci existovala schválenými privatizačními zákony a vyhláškami. Představa, že by privatizace probíhala jinak než na základě právních předpisů, je nesmyslná. Něco jiného je regulace kapitálového trhu.

Regulace kapitálového trhu není jednoduchá záležitost a probíhají o ní diskuse všude na světě. Rozmanitost systémů dohledu a regulace finančních trhů, jež se na Západě vynořily, odrážejí nejen specifický hospodářský vývoj, nýbrž i odlišné politické představy jednotlivých zemí o optimální míře ingerence státní moci. Kdyby oponenti řekli, že vláda podle jejich názoru prováděla nízkou regulaci, bylo by to legitimní hodnocení. Tvrdí-li, že vláda podcenila právní rámec, je to zavádějící interpretace.

Obhájci regulaci argumentují nejčastěji asymetrií informací mezi investory a emitenty, to však není přesvědčivý argument. Asymetrie informací existuje při prodeji jakéhokoli zboží, třeba i salámů či televize. Zavedení regulace kapitálového trhu nemotivuje investory k ostražitosti, spíše vybízí k morálnímu hazardu: při rozhodování, kam vloží peníze, se pak investoři tolik nezajímají o kvalitu cenného papíru, protože věří, že stát jejich investice „ochrání“. Náklady regulace se navíc promítnou do vyšších cen pro klienty.

Protože kapitálové trhy v tranzitivních zemích jsou nevyzrálé, měly by být méně, a nikoli více, regulovány než trhy vyspělé. Západní investoři jdou do tranzitivních zemí proto, že si slibují vyšší výnos, přirozeně s vyšším rizikem. Další regulace odradí ty poslední zbytky investorů, kteří zde dosud působili, a likvidita trhů bude klesat k nule. Vývoj v ČR tomuto odhadu zatím bohužel nasvědčuje.

Ad 5. Častým argumentem je, že KP vytvořila „rozptýlené“ vlastnictví. Analyticky je tento soud správný, přinejmenším na počátku postprivatizační fáze. Rozptýlené vlastnictví však není v žádném případě defektem, nýbrž normální strukturální komponenta ekonomik (včetně západních). Západní zkušenosti ukazují, že podniky, kde existuje rozptýlené vlastnictví, poskytují nadprůměrný vliv manažerům, zatímco ve firmách, které jsou ovládány silnými většinovými vlastníky, jsou manažeři silně závislí na zájmech akcionářů. To je v souladu s českou zkušeností.

Ve Spojených státech a Velké Británii, kde najdeme relativně rozptýlené vlastnictví, leží rozhodovací pravomoci v rukou manažerů. Poměrně vysoká likvidita trhů cenných papírů existuje za cenu atomizovaného vlastnění akcií, takže vzniká model „silní manažeři, slabí vlastníci“. V kontinentální Evropě, kde se rozhodovací pravomoci koncentrují do rukou několika málo akcionářů, ustupuje likvidita kapitálového trhu do pozadí, zato se prohlubuje kontrola a řízení korporací. Správu společností lze tedy popsat modelem „silní držitelé kontrolního balíku, slabí manažeři“.

Česká postprivatizační zkušenost toto teoretické nahlédnutí potvrzuje. Po ukončení kupónové privatizace byl v první fázi český akciový trh poměrně likvidní, vlastnictví podniků rozptýlené, takže narůstal vliv manažerů. Když podíly ve firmách postupně skupili majoritní vlastníci, likvidita akciového trhu poklesla, vliv menšinových akcionářů se smrškl a manažeři se stali závislými na zájmech většinových vlastníků. Vlastnická práva se pak pomalu ale jistě usazovala.

Pokud různé modely pozic vlastníků a manažerů znají západní země, bylo by divné, kdyby se s nimi nesetkali země tranzitivní. Míra rozptýlenosti vlastnictví je v každém případě neutrální charakteristika ekonomiky a neimplikuje žádná kladná či záporná hodnocení. V ČR se vlastnictví brzy zkoncentrovalo, takže jeho pozdější „rozptýlenost“ je sporná. Většina kupónových podniků našla strategické vlastníky do roku 1997.

Ad 6. Poslední námitkou proti KP je, že na rozdíl od standardních metod privatizace nepřinesla žádný fiskální efekt. To je však argument zpochybnitelný. Pokud by nebyla KP realizována, řada podniků by ještě byla v rukou státu. Vzhledem k tomu, že kupónová shromáždila spíše podniky průměrné a podprůměrné, vyvíjely by tyto státní firmy soustavný tlak na vládu, aby je sanovala (jako je tomu u všech státních či polostátních podniků).

KP měla výhodu v tom, že ze dne na den odřízla značnou část podnikové sféry od státu. Bylo to odříznutí formální, ale významné a symbolické. Vyjadřovalo, že již nejde o *státní* podniky, takže jejich manažeri nemají právo žádat vládu, aby jim „proplatila“ špatné hospodaření. Málodko si u nás uvědomuje, jak ohromně se tím ulehčil život všem následujícím vládám, které se již o masovou privatizaci nemusejí starat.

## 5. Závěr

Konstatování, že dědictví komunismu hraje silnější roli, než si myslíme, neznamená ani fatalismus ani lacinou obhajobu. Jde o to jen připomenout, že paušální kritiky kupónové privatizace z poslední doby byly až příliš zjednodušující. Je smutné, když sociálně demokratickou rétoriku o české privatizaci přebírají ekonomové, kteří se ještě před časem považovali za liberály.

Budme hrdí na kupónovou privatizaci. Byl to unikátní proces v dějinách, který se již nikdy nebude opakovat. Víra, že transfer majetku po čtyřiceti letech komunismu bude procházkou růžovým sadem, při níž se bude horlivě dodržovat podnikatelská etika a nikdy se nebudou dít věci na hraně zákona, je nerealistická. Před kupónovou privatizací bychom měli mít úctu.

Transformační privatizace nebyla pokojnou idylkou britského typu, kde vláda podniky ořezala, vyčistila a nejlákavější kusy prodala soukromým zájemcům. Byla radikální systémovou změnou, jejímž cílem nebylo nalézt konečné vlastníky, nýbrž vlastníky první. Nejde o to, zda kupónová privatizace byla metoda dokonalá, nýbrž pouze a jedině – zda existovaly alternativy lepší. Ze všech indicií se zdá, že tomu tak nebylo.

# C

## *Přílohy*



**Tab. 1. Základní čísla o kupónové privatizaci**

	1. vlna	2. vlna	Celkem
Počet nabízených a. s.	988,00	861	1.664*
– z toho v první vlně		185	
Nabízený majetek (mil. akcií)	212,5	155,0	359,5*
– z toho opakovaná nabídka		8,0	
Počet zaregistrovaných osob (mil.)	5,95	6,16	12,11
Počet registrovaných IPF	265,0	349	481*
– z toho v první vlně		133	
– z toho investičních fondů	265,0	194	326*
podílových fondů		155	155
Investiční body svěřené IPF (mld)	4,45	3,91	
– v tom mezirepublikový přesun	0,12		
Disponibilní investiční body (mld.)	6,07	6,16	
Počet individuálních investujících DIK (mil.)	1,76	2,30	
Počet investičních bodů individuálních DIK (mld)	1,62	2,25	
% investičních bodů IPF	73,3	63,5	
% investičních bodů DIK	26,7	36,5	
Počet nabízených akcií /DIK	35,1	25,2	
Počáteční kurz	3/100	2/100	
Počet akcií nakoupených DIK (mil.)	63,9	75,1	139,0
– v tom akcií slovenských a. s.	0,7		
Počet akcií nakoupených IPF (mil.)	117,9	74,2	192,1
– v tom akcií slovenských a. s.	5,3		
Počet akcií nakoupených (mil.)	181,8	149,3	331,1
– v tom akcií slovenských a. s.	6,0		
Prům. počet akcií zakoupených DIK za tisíc bodů	40,7	33,8	
Prům. počet akcií zakoupených IPF za tisíc bodů	26,5	19,0	
Prům. počet akcií zakoupených za tisíc bodů	30,0	24,2	
Prodáno akcií (mil.)	198,0	149,3	347,3**
– z toho slovenským DIK a IPF	22,2		
Neprodané akcie (mil.)	14,5	5,7	

*pokračování tab. č. 1*

	<b>1. vlna</b>	<b>2. vlna</b>	<b>Celkem</b>
% prodeje	93,2	96,3	
Počet zcela vyprodaných a. s.	196	268	
% z nabízených a. s.	19,8	31,1	
Neuplatněné investiční body DIK (mil.)	50	33	
Neuplatněné investiční body IPF (mil.)	7	5	
Počet DIK, kteří neuplatnili všechny své body (tis.)	160	109	
Počet DIK, kteří se nezúčastnili předkola ani vlny (tis.)	8	4	
Počet oprávněných reklamací	5644	1083	8727

\* Údaje netvoří součet údajů první a druhé vlny a jsou upraveny o část společnou oběma vlnám

\*\* Základní jmění akciových společností založených v rámci transformačního procesu je asi 690 mil. Kč. Prostřednictvím investičních kuponů byla tedy privatizována více jak polovina základního jmění těchto akciových společností, 10 % zůstává v dlouhodobém držení FNM. Standardními privatizačními metodami bylo privatizováno asi 20 % a stejný objem tedy dosud na svého majitele čeká.

*Pramen: Centrum kupónové privatizace, 1995.*



**Tab. 2. Přehled o nabídce a prodeji podle jednotlivých kol  
I. vlny (mil. akcií)**

ČSFR	Nabídka	Objednáno	Prodáno	% prodeje z celk. nab.	% prodeje z nabídky	% prodeje z nabídky
1. kolo	299,39	235,75	89,44	29,9	29,9	37,9
2. kolo	209,95	148,16	77,81	26,0	37,1	52,5
3. kolo	132,13	273,72	32,30	10,9	24,4	11,8
4. kolo	99,60	106,80	37,06	12,4	37,2	34,7
5. kolo	62,50	47,35	40,94	13,7	65,5	86,5
neprodáno	21,55	–	–	7,2	–	–
<b>DIK</b>						
1. kolo	–	60,5	19,5	–	6,5	32,2
2. kolo	–	55,7	27,2	–	13,0	48,9
<b>DIK</b>						
3. kolo	–	151,7	12,9	–	9,8	8,5
4. kolo	–	53,4	20,0	–	20,1	37,5
5. kolo	–	26,6	22,2	–	35,4	83,3
<b>IPF</b>						
1. kolo	–	175,2	69,9	–	23,3	39,9
2. kolo	–	92,5	50,6	–	24,1	54,7
3. kolo	–	122,2	19,5	–	14,6	16,0
4. kolo	–	53,4	17,0	–	17,1	31,9
5. kolo	–	20,8	18,8	–	30,1	90,5

**Tab. 3. Přehled o nabídce a prodeji podle jednotlivých kol  
II. vlny (mil. akcií)**

ČSFR	Nabídka	Objednáno	Prodáno	% prodeje z celk. nab.	% prodeje z nabídky	% prodeje z objedn.
1. kolo	155,00	112,22	20,94	13,5	13,5	18,7
2. kolo	134,06	270,39	35,85	23,1	26,7	13,3
3. kolo	98,22	195,03	29,72	19,2	30,2	15,2
4. kolo	68,40*	69,34	37,31	24,1	54,5	53,8
5. kolo	31,09	24,37	18,97	12,2	61,0	77,8
6. kolo	12,12	7,86	6,52	4,2	53,8	83,0
neprodáno	5,69			3,7		
<b>DIK</b>						
1. kolo	–	34,84	5,50	–	3,5	15,8
2. kolo	–	136,94	11,91	–	8,9	8,7
3. kolo	–	124,21	17,72	–	18,0	14,3
4. kolo	–	42,56	22,99	–	33,6	54,0
<b>DIK</b>						
5. kolo	–	15,99	12,26	–	39,4	76,7
6. kolo	–	5,68	4,70	–	38,8	82,6
<b>IPF</b>						
1. kolo	–	77,38	15,44	–	10,0	20,0
2. kolo	–	133,45	23,94	–	17,8	17,9
3. kolo	–	70,82	12,00	–	12,2	17,0
4. kolo	–	26,78	14,32	–	20,9	53,5
5. kolo	–	8,39	6,71	–	21,6	80,0
6. kolo	–	2,18	1,82	–	15,0	83,8

\* Po vyřazení nabídky dle rozhodnutí Komise pro stanovení kurzů

**Tab. 4. Přehled příjmů a výdajů kupónové privatizace (mld. Kč)**

6/91–6/93			7/93–12/95		
	Výdaje	Příjmy		Výdaje	Příjmy
1991	1,2	1,0	1993	1,0	5,7
1992	1,7	8,2	1994	1,4	1,8
1993	0,7	0,4	1995*	1,2	0,5
Celkem	3,6	9,6	Celkem	3,6	8,0
Saldo	6,0**		Saldo	4,4	

\* rok 1995 odhad. ukončení činnosti CKP k 31. 12. 1995

\*\* z toho při delimitaci 12,8 mld pro CKP SR



Komuniké ze setkání ministrů Klause, Ježka a Mikloše

dne 9.12.1991

1. Na základě dosavadního posuzování privatizačních projektů na úrovni federální, české a slovenské vlády můžeme ujistit čs. veřejnost, že objem majetku pro kupónovou privatizaci je dostatečný.

2. Znovu potvrzujeme, že kupónová privatizace proběhne společně na celém území ČSFR; každý občan bude moci investovat své kupóny do kteréhokoli československého podniku.

3. Definitivně potvrzujeme, že registrace kupónových knížek je prodloužena do 31.1.1992.

4. Pozitivně hodnotíme aktivitu při zakládání investičních privatizačních fondů a současně oznamujeme, že posledním dnem pro předložení žádosti o založení těchto fondů je 16.12.1991.

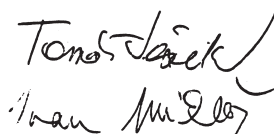
5. Pro ty občany, kteří budou chtít investovat své kupóny nikoliv samostatně, nýbrž prostřednictvím investičních privatizačních fondů, bude organizováno tzv. předkolo kupónové privatizace, které bude zahájeno 17.2.1992.

6. Jsme si vědomi nebezpečí plynoucích ze zvýhodněného postavení dnešního managementu na podnikové a resortní úrovni a proto zdůrazňujeme principy:

- konkurenčnosti privatizačních projektů
- rovnosti šancí všech předložených privatizačních projektů
- minimalizace subjektivního rozhodování při schvalování privatizačních projektů.

Při schvalování privatizačních projektů budeme velmi pozorně zkoumat, zda zakladatelé nedopustili, aby v předcházejícím období došlo k úmyslnému znehodnocení státního majetku vedením podniku s cílem levně se ho zmocnit.

7. Maximální urychlení procesu schvalování privatizačních procesů považujeme za svůj základní úkol.





<p style="text-align: center;"><b>VZOR PÍSMÁ</b></p> <table border="1" style="margin: auto; text-align: center;"> <tr><td>0</td><td>1</td><td>2</td><td>3</td><td>4</td><td>5</td><td>6</td><td>7</td><td>8</td><td>9</td></tr> <tr><td>Á</td><td>Ā</td><td>B</td><td>C</td><td>Č</td><td>D</td><td>Ď</td><td>E</td><td>Ě</td><td></td></tr> <tr><td>Ě</td><td>F</td><td>G</td><td>H</td><td>I</td><td>J</td><td>K</td><td>L</td><td>Ľ</td><td></td></tr> <tr><td>Ľ</td><td>M</td><td>N</td><td>Ň</td><td>O</td><td>Ó</td><td>Ö</td><td>Ů</td><td>P</td><td></td></tr> <tr><td>Q</td><td>Ř</td><td>Š</td><td>Ś</td><td>T</td><td>Ť</td><td>U</td><td>Ú</td><td></td><td></td></tr> <tr><td>Ů</td><td>Ů</td><td>V</td><td>W</td><td>X</td><td>Y</td><td>Z</td><td>Ž</td><td></td><td></td></tr> </table> <p style="font-size: small;">Vplňte příloženou černou propisovací tužkou čitelně podle předepsaného vzoru písma do vyznačených rámečků.</p>	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Á	Ā	B	C	Č	D	Ď	E	Ě		Ě	F	G	H	I	J	K	L	Ľ		Ľ	M	N	Ň	O	Ó	Ö	Ů	P		Q	Ř	Š	Ś	T	Ť	U	Ú			Ů	Ů	V	W	X	Y	Z	Ž			<p style="text-align: center;"><b>REGISTRAČNÍ KARTA II</b></p> <p>Císlo kuponové knížky <b>00012404-0</b> <span style="float: right;">Nabyvací cena <b>1000 Kčs</b></span></p> <p>Podpis držitele: _____ <span style="float: right;">Podpis nabývatelů, akciová společnost</span></p> <p>Město: _____ <span style="float: right;">Kraj: _____</span></p> <p>Okres (Lubec, Litoměřice): _____</p> <p>Číslo (kuchyňské příslužnosti): _____</p> <p>PSČ: _____</p> <p style="font-size: x-small;">Datum a podpis majitelů (ky) nebo zprůměrovaného zápisce: _____ <span style="float: right;">Datum registrace a podpis pověřeného pracovníka</span></p> <p style="font-size: x-small; text-align: center;">Vydalo <b>Federální ministerstvo financí</b> <span style="float: right;">Doba platnosti <b>10 měsíců od data vydání</b></span> <span style="float: right;">Kartička s uvedením čísla registračního míru a datem vydání investičních kuponů</span></p> <div style="text-align: right;"> </div>
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9																																																			
Á	Ā	B	C	Č	D	Ď	E	Ě																																																					
Ě	F	G	H	I	J	K	L	Ľ																																																					
Ľ	M	N	Ň	O	Ó	Ö	Ů	P																																																					
Q	Ř	Š	Ś	T	Ť	U	Ú																																																						
Ů	Ů	V	W	X	Y	Z	Ž																																																						

<p>Císlo kuponové knížky <b>A</b></p> <p><b>00012404-0</b> <span style="float: right;">Císlo kuponu <b>01</b></span></p> <p>_____ <span style="float: right;">_____</span></p> <p>_____ <span style="float: right;">_____</span></p> <p>_____ <span style="float: right;">_____</span></p> <p>_____ <span style="float: right;">_____</span></p> <p>_____ <span style="float: right;">_____</span></p> <p style="font-size: x-small;">Datum podání, podpis pověřeného pracovníka, razítka podatelny</p>	<p>Císlo kuponové knížky <b>B</b></p> <p><b>00012404-0</b> <span style="float: right;">Císlo kuponu <b>01</b></span></p> <p>_____ <span style="float: right;">_____</span></p> <p>_____ <span style="float: right;">_____</span></p> <p>_____ <span style="float: right;">_____</span></p> <p>_____ <span style="float: right;">_____</span></p> <p>_____ <span style="float: right;">_____</span></p> <p style="font-size: x-small;">Datum podání, podpis pověřeného pracovníka, razítka podatelny</p>	<p>Císlo kuponové knížky <b>C</b></p> <p><b>00012404-0</b> <span style="float: right;">Císlo kuponu <b>01</b></span></p> <p>_____ <span style="float: right;">_____</span></p> <p>_____ <span style="float: right;">_____</span></p> <p>_____ <span style="float: right;">_____</span></p> <p>_____ <span style="float: right;">_____</span></p> <p>_____ <span style="float: right;">_____</span></p> <p style="font-size: x-small;">Datum podání, podpis pověřeného pracovníka, razítka podatelny</p>
---	---	---

*Klaus Klaus*  
Ministr financí ČSFR

Číslo kuponové knížky		Číslo kuponové knížky		Číslo kuponové knížky	
<b>A</b>		<b>B</b>		<b>C</b>	
00012404-0		00012404-0		00012404-0	
Číslo kuponu 03		Číslo kuponu 03		Číslo kuponu 03	
500	500	500	500	500	500
500	500	500	500	500	500
Datum podání, podpis pověřeného pracovníka, razítko podatelny		Datum podání, podpis pověřeného pracovníka, razítko podatelny		Datum podání, podpis pověřeného pracovníka, razítko podatelny	

Vypíšte příloženou cenou propisovací tužkou číselně podle předepsaného vzoru písmo do vyznačených rámečků.

*Karel Klauz*  
Minister financí ČR

Číslo kuponové knížky		Číslo kuponové knížky		Číslo kuponové knížky	
<b>A</b>		<b>B</b>		<b>C</b>	
00012404-0		00012404-0		00012404-0	
Číslo kuponu 05		Číslo kuponu 05		Číslo kuponu 05	
200	200	200	200	200	200
200	200	200	200	200	200
200	200	200	200	200	200
200	200	200	200	200	200
200	200	200	200	200	200
Datum podání, podpis pověřeného pracovníka, razítko podatelny		Datum podání, podpis pověřeného pracovníka, razítko podatelny		Datum podání, podpis pověřeného pracovníka, razítko podatelny	

Vypíšte příloženou cenou propisovací tužkou číselně podle předepsaného vzoru písmo do vyznačených rámečků.

*Karel Klauz*  
Minister financí ČR

Číslo kuponové knížky		Číslo kuponové knížky		Číslo kuponové knížky	
<b>A</b>		<b>B</b>		<b>C</b>	
00012404-0		00012404-0		00012404-0	
Číslo kuponu 09		Číslo kuponu 09		Číslo kuponu 09	
100	100	100	100	100	100
100	100	100	100	100	100
100	100	100	100	100	100
100	100	100	100	100	100
100	100	100	100	100	100
Datum podání, podpis pověřeného pracovníka, razítko podatelny		Datum podání, podpis pověřeného pracovníka, razítko podatelny		Datum podání, podpis pověřeného pracovníka, razítko podatelny	

Vypíšte příloženou cenou propisovací tužkou číselně podle předepsaného vzoru písmo do vyznačených rámečků.

*Karel Klauz*  
Minister financí ČR

*cep*  
CENTRUM

---

**PRO EKONOMIKU A POLITIKU**

CEP je českým institutem pro ekonomická a politická studia založeným na podzim roku 1998 jako občanské sdružení.

Cílem CEPu je šíření idejí svobodné společnosti a tržního hospodářství a podpora myšlenek velkých osobností liberálního myšlení.

V čele CEPu stojí správní rada, kterou tvoří  
profesor ekonomie Václav Klaus,  
profesor medicíny Vratislav Schreiber  
a Richard Salzman.

Centrum pro ekonomiku a politiku je subjektem nezávislým na politických stranách a nehodlá být od politických stran přímo či nepřímo podporováno.

Kontakt:

**Centrum pro ekonomiku a politiku**

Nám. Míru 9  
120 53 Praha 2

tel. a fax: (02) 21596451  
e-mail: [cep@iol.cz](mailto:cep@iol.cz)  
<http://web.iol.cz/cep>

č. účtu: 19-2304260257/0100  
IČO: 68402091