

# *Jak vznikala pražská burza cenných papírů*

## *Setting up The Prague Stock Exchange*

### *(1990 – 1993)*

---

VLADISLAV PAVLÁT

---

Rok 2008 je jubilejním patnáctým rokem od zahájení obchodování na Pražské burze cenných papírů. První burzovní obchody s akciemi na obnoveném kapitálovém trhu se uskutečnily, po více než dvouletých přípravách - dne 6. dubna 1993.

Patnáct let od onoho okamžiku uplynulo za stálých, často i překvapivých proměn tohoto trhu. Ti, kdo stáli u počátků jeho vzniku, mohou jen s úžasem konstatovat, jak velice se změnil: od prvních krůčků spojených s velkými ambicemi a poznamenaných tápáním a počáteční nejistotou, přes zklamání a pesimismus pramenící z neuskutečněných nadějí a z dočasné nemožnosti přehoupnout se přes překážky nedokonalých předpisů a nedostatečný dohled, až po úspěšně probíhající kultivaci, přibližování ke standardní podobě moderních, vyspělých kapitálových trhů a k realistickému pohledu na další vývojové perspektivy.

Tato studie ve své první části (v odst.1 a 2) stručně popisuje podmínky, za nichž probíhaly počáteční přípravy k založení pražské burzy cenných papírů (1990-1992) a charakterizuje problémy, které pražská burza hned na počátku své existence dostala do vínku v podobě nestandardního kapitálového trhu.

#### **1 Přípravy směřující k založení pražské burzy cenných papírů (1990 až 1992) a otázky s tím spojené**

Krátce po 17. listopadu 1989 byl v bývalém Československu odstartován proces celkové transformace hospodářství na tržní ekonomiku. ČSFR tím vstoupila do tzv. tranzitivního období, spojeného s postupným kompletním přebudováním ekonomického systému podle vzoru vyspělých tržních ekonomik.

Některé jiné země, které svrhly komunistické vlády a opustily tzv. socialistickou cestu a pro které se brzy vžilo označení jako postkomunistické nebo postsocialistické, postupovaly, na základě své specifické politické, ekonomické i sociální situace při transformaci svých ekonomik, poměrně pomalu. Jejich ekonomické reformy, jak byl transformační proces obvykle nazýván, byly zpočátku málo důrazné, byly rozloženy na delší etapy a protahovaly se na mnoho let.

Na rozdíl od těchto zemí se v ČSFR poměrně brzy prosadila orientace na mnohem rychlejší postup ekonomické reformy, která pochopitelně nemohla nezačít změnou vlastnických poměrů, restitucí majetku části původních vlastníků a privatizací státního majetku (tj. v dikci přísl. zákonů - převodem státního majetku na jiné osoby). Při privatizaci byla v ČSFR, na základě zkušeností s privatizací státních podniků v řadě západoevropských zemí, zejména ve Velké Británii, uplatněna řada známých privatizačních forem, počínaje

přímým prodejem menších státních podniků v tzv. malé privatizaci až po tzv. velkou privatizaci, kdy šlo o velké komplexy socialistických podniků často sdružující celé obory.

Velký problém však spočíval v tom, že obyvatelstvo ČSFR nemělo na odkupování státních podniků dostatek finančních prostředků. Ani velká část restituentů, jimž byly součástí jejich majetku navraceny, většinou nedisponovala penězi nutnými pro podnikání, opravy restituovaných nemovitostí, nutné opravy strojního zařízení ve výrobních podnicích, natož prostředky na nové investice. O nákup státních podniků v ČSFR však zcela pochopitelně měla vážný zájem řada zahraničních investorů. Ti ovšem nedostatkem finančních prostředků netrpěli.

Neměla-li velká část československé ekonomiky přejít do rukou zahraničních podnikatelů formou „velkého výprodeje“ se všemi potenciálními politickými, ekonomickými i sociálními riziky s tím spojenými, bylo nutné využít takové formy privatizace, která by československým občanům umožnila získat majetkové podíly na privatizovaných podnicích bezúplatně. Touto formou se stala kuponová privatizace, která byla později trefně označena za „privatizaci bez kapitálu“. (1)

Měla-li vznikající tržní ekonomika řádně fungovat, musely být obnoveny všechny tržní nástroje, mechanismy a instituce zajišťující její chod, včetně peněžních nástrojů, mechanismů a institucí. Tržní ekonomika, jakožto ekonomika spočívající na využívání peněz, nemůže existovat bez finančního trhu. Tento trh však v ČSFR prakticky neexistoval. Obvyklé finanční nástroje a mechanismy tržní ekonomiky byly uplatňovány pouze ve vnějších ekonomických vztazích, zatímco vnitřní ekonomika země byla centrálně plánována. Všechny ceny byly pod kontrolou plánu, byly tuhým způsobem regulovány, a podobně regulaci podléhaly i peněžní kategorie jako úrok apod. Regulaci zcela pochopitelně nebylo možno odstranit naráz, neboť by hrozil nekontrolovatelný chaos. Byla proto odbourávána postupně, tak jak to umožňovaly výsledky makroekonomických stabilizačních opatření, které československá vláda musela průběžně realizovat.

Vznik finančního trhu předpokládal, že především budou obnoveny instituce potřebné k zajištění jeho normálního chodu, finanční a úvěrové instituce fungující na peněžním trhu, jako jsou banky, ale i pojišťovny, leasingové společnosti atd. a samozřejmě také instituce fungující na kapitálovém trhu, tj. řada finančních zprostředkovatelů, jako je burza cenných papírů, obchodníci s cennými papíry, makléři, investiční poradci apod.

Postupnou obnovu těchto institucí stát umožnil vytvářením právních podmínek, tj. postupným přijímáním nových zákonů, novelizací starších, ale ještě využitelných zákonů a samozřejmě také abolicí přežitých zákonů. V oblasti kapitálového trhu byly postupně připravovány jednotlivé potřebné zákony, počínaje zákonem o dluhopisech, (2) jehož priorita (byl přijat již v r. 1990) souvisela i s potřebou financování státního rozpočtu, tj. s vydáváním státních obligací a rovněž s úhradou restitučních nároků. Příprava některých zákonů nezbytných pro fungování kapitálového trhu byla sice zahájena již v polovině r. 1990, avšak jejich tvorba a vleklé projednávání se protáhlo na dobu téměř dvou let, než byly v r. 1992 schváleny parlamentem. (3) Legislativa finančního trhu spadala do kompetence Federálního ministerstva financí ČSFR a Státní banky československé, které měly v této oblasti postupovat společně.

Kapitálový trh začal vznikat již během r. 1990, kdy bylo vydáno několik emisí bankovních dluhopisů a později také státních dluhopisů. (4) Pokud jde o akcie, existovaly obchodovatelné akcie státních podniků zahraničního obchodu, které měly již dříve formu akciových společností, avšak obchodování s nimi neprobíhalo. Nové soukromé akciové společnosti, které vznikaly již během roku 1990, vydávaly listinné akcie, ty však zůstávaly v rukou akcionářů a také se nestávaly předmětem obchodu. Primární trh akcií ani sekundární trh akcií v této době v podstatě neexistoval: čekalo se na vydání potřebných zákonů. ČSFR se v tomto směru opožďovala za jinými zeměmi, např. za Maďarskem, Polskem i bývalou Jugoslávií.

V rámci prvního vládního programu československé vlády figuroval mezi řadou jiných úkolů také úkol obnovit v Československu činnost burz. Žádný ucelený program obnovy, resp. postupného vzniku finančního trhu (a v jeho rámci i kapitálového trhu) však v té době (ale ani později) neexistoval. (5)

Záměr obnovit činnost burz (6) neušel pozornosti zahraničních poradenských firem, které zde spatřovaly vhodnou příležitost k tomu, aby čs. vládě nabídly svou pomoc. Mezi prvními z těchto firem byly společnosti Coopers and Lybrand a Ernst and Young, které se velmi brzy v ČSFR začaly ucházet o vládní zakázky. O obnově kapitálového trhu přirozeně věděla i řada československých občanů žijících v zahraničí, kteří zvažovali možnost uplatnit se v této oblasti, ať již poskytnutím odborné pomoci nebo přímo po návratu do vlasti. S iniciativou přišly i některé tuzemské společnosti.

Z iniciativ zahraničních občanů Československa je nutno se zmínit zejména o akci George Vilima z kanadského Toronta, který prostřednictvím své firmy Torvil Management Inc. zajistil podporu kanadské asociace obchodníků s cennými papíry (Investment Dealers Association of Canada) ve spolupráci s burzou cenných papírů v Torontu. V rámci této oficiální akce v Praze působili kanadští experti Hugh Cleland a Edward Waitzer, kteří připravili první rozsáhlejší dokument týkající se prací na přípravě založení burzy cenných papírů v Praze a dalších otázek obnovy kapitálového trhu v ČSFR.

Velmi významnou se stala iniciativa Jana Zoubka z Belgie, který na základě osobního kontaktu s předsedou SBČS Josefem Tošovským napomohl ke zformování skupiny pracovníků složené z řad zaměstnanců banky a z externích spolupracovníků.

Z dalších iniciativ lze uvést aktivity akciové společnosti Impuls a státního podniku zahraničního obchodu FINOP, které se rovněž iniciativně snažily podpořit vznik burzy cenných papírů v Praze. Pokud jde o zahraniční poradenské firmy, velmi nadějnou spolupráci se podařilo navázat s firmou Coopers and Lybrand. Její činnost pro vznikající burzu byla později financována britskou vládou v rámci pomoci, kterou poskytoval britský Know-How Fund.

Rozhodující úlohu v přípravách na založení burzy cenných papírů v Praze však sehrála SBČS. Výše uvedená skupina pracovníků kolem M. Kučery a J. Pospíšila využila ke konzultacím týkajícím se vzniku kapitálového trhu kontaktu s řadou zahraničních odborníků, a to jak při jejich návštěvách v ČSFR, tak při služebních cestách pracovníků SBČS v zahraničí. Tyto cesty přinesly mnoho užitečných poznatků. Autor této studie, který se stal členem

vedené skupiny, byl během druhé poloviny roku vyslán na několik krátkých studijních cest a navázal kontakt s burzami v Londýně, Paříži, Berlíně, Frankfurtu a Bruselu. Navázal také první kontakt s Federací evropských burz i s Federací světových burz. Tyto styky později umožnily získávat další poznatky relevantní pro založení burzy a stanoviska zahraničních expertů k připravovaným krokům.

Konzultace se zahraničními experty významným způsobem napomohly k vypracování ucelené koncepce burzy cenných papírů v ČSFR a postupu při jejím zakládání. Tato burza měla vzniknout jako jediná centrální burza v Československu (se dvěma pracovišti, v Praze a Bratislavě), a to jako burza evropského typu, založená soukromými subjekty. Akcionáři měly být jak banky, tak nebankovní obchodníci s cennými papíry. Po technické stránce se předpokládalo založení burzy s počítačovou podporou, s vlastním burzovním depozitářem a s napojením na clearingový systém.

Dokument obsahující základní rysy této koncepce byl vypracován v SBČS během září a října 1990 a byl rozeslán k posouzení devíti zahraničním expertům. (7) Odezva na tento materiál byla velmi pozitivní. V expertních vyjádřeních oslovených institucí byla jednoznačně zdůrazňována nezbytnost vytvoření jediné burzy jako centrální instituce rozhodující pro tvorbu kurzů cenných papírů a její důležitost pro vytvoření jednotného československého kapitálového trhu. Zásadní důležitost pro vznik československého kapitálového trhu dotázané zahraniční instituce připisovaly regulaci a dozoru nad kapitálových trhem a vzniku Komise pro cenné papíry, která měla, podle jejich pevného přesvědčení - vzniknout paralelně s burzou a začít fungovat od počátku zahájení obchodování na sekundárním trhu.

Po vypracování výše uvedené koncepce a jejím kladným přijetí v zahraničí bylo navrženo vedení SBČS, aby byla vytvořena organizační základna pro přípravné práce spojené se založením burzy, a to v podobě zájmového sdružení potenciálních akcionářů a členů burzy. Tento návrh byl realizován založením zájmového sdružení nazvaného stručně „Přípravný výbor“, jehož ustavující shromáždění se konalo 29. 11. 1990.

Do čela výboru byl zvolen jako jeho předseda Ing. M. Kučera, vedoucí odboru SBČS a místopředsedou výboru se stal doc. ing. V. Pavlát, CSc., který byl plně uvolněn pro práci ve výboru. Členy výboru se stali představitelé zainteresovaných bank: Ing. Pavel Kavánek, Čs. obchodní banka, Ing. Josef Pitra, Živnostenská banka, Ing. Milan Ptáček, Komerční banka, Ing. Marián Šedo, Všeobecná úvěrová banka, JUDr. Olga Polánecká, Česká státní spořitelna, Naděžda Jančovičová, Slovenská státní spořitelna, Ing. Jan Kurka, Investiční banka, Ing. Ivar Fišer, Agrobanka, Ing. Jiří Koliha, SBČS.

Založením zájmového sdružení získaly pak přípravy na založení burzy cenných papírů v Praze rychlejší spád. Vedení zájmového sdružení se aktivně podílelo na přípravě zákona o burze cenných papírů ve spolupráci s právníky Federálního ministerstva financí. Koncepce návrhu tohoto zákona v podstatě odpovídala koncepci vypracované v SBČS na podzim r. 1990.

Po přijetí zákona č. 92/1991 Sb., o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby, tj. zákona o tzv. velké privatizaci, byla zahájena příprava kuponové privatizace. V souvislosti s tím byly na úrovni FMF ČSFR zahájeny práce na vytvoření tzv. sekundárního trhu cen-

ných papírů. V přípravách kuponové privatizace sehrál velmi významnou úlohu Podnik výpočetní techniky, který měl připravit po technické stránce celý její průběh. Zahraničním poradcem FMF ČSFR se stala britská společnost Ernst and Young.

Na podzim 1991 zaslalo FMF ČSFR Přípravnému výboru dokument o připravovaném mechanismu kuponové privatizace, z něhož vyplývalo, že v Československu má vzniknout tzv. sekundární trh cenných papírů, čímž byl míněn mimoburzovní trh s dematerializovanými cennými papíry vzniklými na základě kuponové privatizace. Tento trh by měla obsluhovat nově zakládaná instituce, RM-systém, umožňující drobným majitelům privatizačních akcií, aby s nimi na tomto mimoburzovním trhu obchodovali přímo, bez zprostředkování burzy nebo obchodníků s cennými papíry.

O tomto záměru, který zájmové sdružení „Přípravný výbor“ kategoricky odmítlo, se vedly ostré diskuse ve snaze zabránit rozdělení jednotného trhu s cennými papíry. Záměr FMF ČSFR posléze byl v r. 1992 implantován do zákona o cenných papírech (8) v podobě ustanovení o tzv. organizátorovi mimoburzovního trhu.

Zájmové sdružení „Přípravný výbor“ v té době - v dohodě se SBČS - změnilo svůj název na zájmové sdružení „Burza cenných papírů“ a pokračovalo dále v přípravách na založení burzy bez ohledu na záměr vytvoření mimoburzovního trhu společností RM-S.

Ještě koncem r. 1991 bylo rozhodnuto o zahájení výběrového řízení, do něhož se přihlásilo deset zahraničních zájemců: APP Systém, Praha; The Alberta Stock Exchange; Digital Equipment ČSFR; Mitsui and Co.UK PLC.; IBM ČSFR; Tandem-Logica Finance; Olivetti; TCAM; Sociétés des Bourses Francaises; Midwest Stock Exchange Chicago.

Po zvážení všech skutečností se vedení Přípravného výboru nakonec rozhodlo pro francouzskou společnost, Sociétés des Bourses Francaises. Jedním z rozhodujících důvodů byla nabídka francouzské strany dodat softwarové vybavení bezúplatně na základě využití smlouvy o technické pomoci uzavřené mezi vládou České republiky a francouzskou vládou.

Někteří členové sdružení zpočátku vehementně doporučovali zakoupit nejmodernější hardwarové i softwarové vybavení, avšak nakonec od svých návrhů ustoupili v okamžiku, kdy jim byly sděleny požadované ceny. Tyto ceny většinou vysoce převyšovaly tehdejší představy většiny členů sdružení a také jejich finanční možnosti. Pro ilustraci uveďme, že např. nabídky firem Digital Equipment nebo Tandem se pohybovaly v desítkách milionů korun (konkrétně, v rozmezí 60 - 90 mil. Kč).

Pokud jde o dodávku HW, volba jednoznačně padla ve prospěch společnosti IBM, jejíž počítače měly největší kapacitu pro zpracovávání burzovních informací, i když byly o něco pomalejší než počítače jiných amerických firem.

V otázce výběru softwaru byla situace složitější o to, že většina členů i část pracovníků sdružení neměla dostatek znalostí o systémech obchodování na burze. Znovu a znovu se opakovaly nekonečné diskuse o tom, zda je vhodnější začínat s plně automatizovaným obchodováním nebo zda volit kompromis, kdy část operací bude probíhat elektronicky a část činností bude zajišťována ručně. Nakonec převládl druhý názor, který, viděno ex

post, byl založen na realistické úvaze, že vzhledem k neúnosně vysokým nákladům na plně automatizovaný systém i vzhledem k nedostatečné připravenosti budoucích uživatelů bude lépe spíše se držet při zemi a nelétat v oblacích.

Ve sdružení však se nicméně vyskytly hlasy odmítající francouzský systém s poukazem na to, že prý je „zastaralý“, „nefunkční“ atd. Nositelé těchto názorů však většinou nebyli schopni uvést žádné racionální argumenty a navíc nebyli schopni odpovědět na otázku, kdo by byl ochoten a schopen zaplatit za nějaký jiný, „modernější“ systém.

Jedním z momentů, který ovlivnil tehdejší rozhodování, byla i skutečnost, že SBF úspěšně instalovala lyonský systém na Varšavské burze cenných papírů, která zahájila svou činnost v říjnu 1991 po zhruba jednoleté přípravě.(9) SBF ve Varšavě získala z instalace daného SW zkušenost, která umožnila podstatně zkrátit délku příprav na otevření Pražské burzy.

Volba skutečně nakonec padla na systém nabídnutý SBF, s nímž se, prakticky téměř v posledním okamžiku, místopředsedovi Přípravného výboru podařilo dohodnout možnost financování zakázky cestou využití smlouvy o technické pomoci mezi vládou Francouzské republiky a vládami České republiky a Slovenské republiky.(10) Není možno neuvést, že díky velkorysému postoji francouzské vlády, jejího ministerstva financí i SBF byla hodnota poskytnuté pomoci oceněna velmi skromnou částkou 10 mil. Kč. Skutečná hodnota této pomoci však reálně byla nesrovnatelně vyšší, nehledě k tomu, že díky této pomoci došlo i k výraznému zkrácení doby potřebné pro zahájení provozu pražské burzy. Členové Přípravného výboru takto získali z Francie v praxi vyzkoušený a mezinárodně uznávaný funkční systém, aniž museli z bankovních peněz uhradit jedinou korunu. Navíc získali i právo samostatně tento systém později dále rozvíjet.

Po podepsání smlouvy mezi SBF a Přípravným výborem v březnu 1992 byla zahájena etapa příprav na zprovoznění pražské burzy s termínem do konce r. 1992. Obchodování na burze mělo být původně zahájeno v prvních lednových dnech roku 1993. Příčinou odkladu tohoto termínu bylo opožděné schválení zákona o cenných papírech, což, mimo jiné, souviselo i s tím, že v druhé polovině roku 1992 intenzivně probíhaly přípravy k rozdělení Československa na dva samostatné státy. (11)

Poslední měsíce r. 1992 pro vznikající burzu znamenaly velkou zátěž, neboť před zahájením provozu bylo nutno zajistit nejen funkčnost technického zařízení, ale také připravit potřebné burzovní předpisy, vyškolit budoucí personál burzy a zaškolit i pracovníky budoucích členů burzy.

Situaci zkomplikovalo i to, že trvaly nejasnosti týkající se způsobu vypořádání cenných papírů, zejména pak napojení pražské burzy na Středisko cenných papírů. Z těchto důvodů byla 17. 6. 1992 přijata nabídka francouzské strany na dodání SW pro depozitář burzy a rozhodnuto o založení dceřiné společnosti burzy (budoucí UNIVYC, a.s.) a o vytvoření garančního fondu pro systém vypořádání obchodů.

Přestože se přeměna zájmového sdružení v akciovou společnost Burza cenných papírů, a.s. připravovala s dostatečným předstihem, k založení burzy došlo teprve k 24. 11. 1992, kdy tato akciová společnost byla zapsána do obchodního rejstříku. Schů-

ze 17 zakladatelů burzy se uskutečnila 24. července 1992, kdy byly v předstihu zvoleny příslušné burzovní orgány, které se později, po schválení žádosti o povolení ke vzniku burzy Ministerstvem financí České republiky - ujaly výkonu svých funkcí. Ke dni vzniku BCPP, a.s. zaniklo zájmové sdružení BCPP, které fungovalo od 21. května 1991 do 24. listopadu 1992.

## **2 Pražská burza a problémy nestandardního kapitálového trhu**

Nejproblematictější článkem českého kapitálového trhu, viděno ex post, pravděpodobně od počátku byly investiční společnosti a fondy, nikoliv obchodníci s cennými papíry nebo organizátoři trhu, burza cenných papírů nebo RM-S.

V těchto souvislostech se vnučuje řada dalších důležitých otázek. Byla v Československu na počátku 90. let cesta obnovy kapitálového trhu, resp. jeho budování na zelené louce, správná nebo nikoliv? A bylo skutečně využito všech existujících možností pro jeho možný standardní vývoj?

Pohled z hlediska hodnotících kritérií odborníků ze zemí s vyspělými trhy na tyto skutečnosti byl v předchozím rozboru popsán: odpověď na obě otázky je negativní. Zahraniční odborníci však tehdy vždy neposuzovali všechny okolnosti v širších souvislostech s politickými a ekonomickými prioritami vytyčenými vládními programy a zabývali se obnovou kapitálového trhu spíše z užšího hlediska, obvykle bez hlubších znalostí našich poměrů. Určité pochybnosti a rozpaky někdy pramenily i z této skutečnosti.

Byla-li za jednu ze tří klíčových ekonomických priorit transformačního procesu považována otázka změny majetkového uspořádání zděděného z čtyřiceti předchozích let (a stěží to v tehdejší Československu podobně jako v ostatních postsocialistických zemích mohlo být jinak), bylo nutno jít cestou privatizace. A dále: byla-li jako tato cesta zvolena metoda kuponové privatizace (protože údajně poskytovala určité politické výhody a protože byl zajištěn její rychlý průběh), muselo to mít vliv i na způsob obnovy kapitálového trhu. Stručně řečeno: důsledkem nestandardní cesty privatizace byla i nestandardní cesta obnovy kapitálového trhu.(1)

Je však jinou otázkou, které - a jak značné - deviace od standardní cesty budování kapitálového trhu tehdy byly skutečně nezbytné. Z výše uvedeného rozboru v odst. 1. této studie, i když se soustřeďuje hlavně na otázku vzniku burzy cenných papírů - vyplývá, že některým chybám při obnově kapitálového trhu pravděpodobně bylo možno se vyhnout. Obnova tohoto trhu by však musela být koncipována z hlediska jeho dlouhodobější perspektivy, nikoli jen z utilitárního krátkodobého a mnohdy jen voluntaristicky-mocenského pohledu. Ke koncipování celkové, nosné, dlouhodoběji použitelné a realizovatelné architektury finančního a - v jeho rámci i kapitálového trhu - se zřejmě nedostávalo síl. Otázka zřejmě byla zčásti pod tlakem nezbytnosti řešení jiných okamžitých naléhavých problémů odsunuta na vedlejší kolej. Když již nestandardní trh začal fungovat, na zjištěné (a často velmi markantní) nedostatky, nebylo reagováno včas a často ani v potřebném rozsahu. Ke škodě věci zde k řešení leckdy chyběla i politická vůle.

Podle názoru většiny expertů jednoznačně měla být preferována a podporována burza a omezován neregulovaný mimoburzovní trh. Tento spor však v podstatě byl zbytečný a kontraproduktivní, neboť během jeho průběhu jaksi „uniklo“, že samovolně a neočekávaně vzniká nekontrolovatelný mimoburzovní quasi-trh v podobě převodů přes Středisko cenných papírů. Existence tohoto quasi-trhu měla na rodící se český kapitálový trh velmi negativní vliv, neboť vytvářela dojem, že je možné jak zcela beztrestně obcházet některé předpisy, tak ignorovat v civilizovaném světě vyspělých kapitálových trhů běžné, normální etické zásady. Bylo velmi obtížné tohoto neblahého „dědictví“ se postupně začít zbavovat.(2)

Slabé regulační prostředí, vyrůstající z nikoli zcela konzistentní, ne vždy domyšlené a celkově dostatečně nedozrálé legislativy v kombinaci s málo vybaveným a často dosti benevolentním dozorem, bez existence specializované osvědčené instituce, jakou je Komise pro cenné papíry, na dobu téměř pěti let na českém kapitálovém trhu vedlo k přetrvávání a tolerování chaotických poměrů, které od něj často odvracely potenciální solidní zahraniční investory.

Ještě větší škody na pověsti vznikajícího českého kapitálového trhu však asi zavinilo živelně zakládání investičních společností a fondů a jejich další, v podstatě nekontrolovatelná „tunelářská“ činnost, těžící z nedokonalosti tehdejších předpisů i z neznalosti rizika a nástrah forem kolektivního investování na straně řadových občanů. (3)

Znovu se vnučuje otázka, kdo tedy vlastně měl tehdy pravdu: zastánci názoru, že standardní kapitálový trh může vzniknout i v tranzitivní ekonomice, nebo zastánci nestandardních přístupů a postupů? Historickým paradoxem je to, že svým způsobem lze dát za pravdu oběma názorovým proudům: mezi postsocialistickými státy lze nalézt příklady obou přístupů.

Tento pohled však nutno blíže specifikovat. Vybudování standardních kapitálových trhů je dlouhodobou záležitostí a přílišný spěch se při tom nevyplácí. Každý rodící se kapitálový trh potřebuje určitý čas k tomu, aby postupně vyžrával. Průběh tohoto zrání lze sledovat na vývoji kapitálových trhů mnoha zemích rozvojového světa, někde je úspěšný a jinde nikoliv. Za nestandardní přístupy se obvykle platí vysoká cena v podobě nedostatečně funkčního a nedostatečně důvěryhodného trhu. Odstranit nestandardní prvky stojí nesmírné úsilí, neboť různých anomálií se zuby nehty obvykle drží ti, kdo z nich těží. Kromě toho hrozí i to, že některé „zmetky“ jsou neopravitelné. Jediným účinným lékem umožňujícím odstranit nestandardní prvky kapitálových trhů je budování silného, a přitom „osvíceného“, flexibilního a inovačního regulačního prostředí.

V našich úvahách s pojmem „standardnost“ trhu operujeme v tom smyslu, že jde o trh odpovídající nejen mezinárodně uznávaným technickým standardům (jako např. je používání mezinárodně zavedené nomenklatury apod.), ale i jiným obvyklým obchodním parametřům (např. provádění vypořádání obchodů s cennými papíry v rytmu T + 5, běžný smluvní režim odpovídající obchodnímu právu apod.) a zvyklostem daného historického období. Mezi tyto zvyklosti patří i respektování v daném historickém období uznávaných a důvěryhodnými subjekty dodržovaných etických principů, ať již výslovně obsažených v etických kodexech, k nimž se tyto subjekty hlásí nebo v podobě nekodifikovaných, ale



v praxi uplatňovaných zásad. Výrazným znakem „kvality“ kapitálového trhu jistě je i existence a uplatňování přiměřené regulace a dohledu nad tímto trhem.

V tomto smyslu může být za „standardní“ považován i trh relativně méně vyspělý (ve srovnání s jinými pokročilejšími trhy cenných papírů) za předpokladu, že funguje v souladu s mezinárodními standardy ve výše uvedeném smyslu. Za trh na nižším stupni vyspělosti by bylo možno pokládat např. trh, na němž se běžně neobchoduje s finančními deriváty, za trh s relativně nízkou burzovní kapitalizací nebo trh s omezeným počtem primárních emisí za určité období apod. Pokud však takový veřejný (burzovní) trh běžně funguje tak, že na něm vzniká pro každý cenný papír v daném okamžiku jediná cena, že na něm je uplatňována zásada DVP v čase alespoň T + 5, nelze jej bez dalšího pokládat za trh nestandardní, nýbrž spíše jen za méně vyspělý.

Mezi důležité faktory, které v průběhu větší části 90. let ovlivňovaly vznik a vývoj fungování českého kapitálového trhu a jeho institucí, se řadí nejméně tyto skutečnosti:

1. Neexistence ucelené koncepce finančního trhu.
2. Podřízení obnovy, resp. vzniku kapitálového trhu privatizaci.
3. Neřízený a nekoordinovaný postup při obnově kapitálového trhu.
4. Přípuštění vzniku dvou neslučitelných systémů obchodování s cennými papíry.
5. Konkurenční boj mezi dvěma systémy.
6. Opoždění legislativních prací za reálným vývojem ekonomiky.
7. Podceňování významu regulace a dozoru nad kapitálovým trhem.
8. Opožděná příprava systému regulace a dozoru nad kapitálovým trhem.
9. Podceňování a ignorování rad zahraničních odborníků.
10. Ukvapená řešení ovlivněná nedostatkem času při krátkosti lhůt plněných úkolů.
11. Nerespektování a nedoceňování požadavku legality.
12. Příliš mnoho mezer v legislativě kapitálového trhu.
13. Nedocení samoregulace, její odsouvání na pozdější dobu a na vedlejší kolej.
14. Absence etiky při privatizaci i při obchodování na kapitálovém trhu.
15. Silné prosazování skupinových zájmů.(4)

Každá z výše uvedených skutečností již sama o sobě působila jako faktor modifikující, resp. deformující vznikající český kapitálový trh. Postupné odstraňování různých anomálií se proto nutně muselo promítnout do delšího období.

Pražská burza byla v prvních 3 – 4 letech své činnosti téměř bezmocná, bez oficiální podpory stěží mohla dosáhnout ráznější nápravy různých zlořádů, ač na některé z nich opakovaně a prokazatelně poukazovala. Těto podpory se jí sice v řadě případů dostalo, bohužel však leckdy až příliš pozdě (často až tehdy, vložil-li se do různých afér tisk). Je však zároveň pravda, že neměla dostatečné zkušenosti ani podporu všech svých akcionářů a členů, aby si udělala vždy pořádek ve svých řadách.

## Souhrn

Tato studie je koncipována jako příspěvek k moderním dějinám českého národního hospodářství na počátku 90. let. Ve své první části (v odst.1 a 2) - s využitím řady originálních a dosud neuveřejněných dokumentů - stručně popisuje podmínky, za nichž probíhaly

přípravy k založení pražské burzy cenných papírů (1990-1992) a charakterizuje problémy, které pražská burza hned na počátku své existence dostala do vínku v podobě nestandardního kapitálového trhu.

## **Klíčová slova**

český kapitálový trh, pražská burza cenných papírů, standardní a nestandardní kapitálový trh

## **Abstract**

This paper represents a contribution to modern history of national economy of Czechoslovakia at the beginning of the 90ties. Prague Stock Exchange (PSE) started trading on the 6th of April 1993. In 2008 PSE will celebrate its 15th anniversary. In Part 1. and 2. of this paper the preparative works aiming at setting up the PSE during 1990-1992 are described. Section 1. is partially based on unpublished documents. In section 2 selected problems of an non-standard capital market and its influence on the PSE activities are analyzed.

## **Key words**

Czech capital market, The Prague Stock Exchange, standard and non-standard capital market

## **Kontaktní adresa / Contact address**

**doc. Ing. Vladislav Pavlát, CSc.**

Vysoká škola finanční a správní, Estonská 500, 101 00 Praha 10,  
(e-mail: vladislav.pavlat@vsfs.cz)

## **Poznámky**

### **Poznámky k odst. 1:**

- (1) Srov. KOUBA, K.; VYCHODIL, O.; ROBERTS, J. *Privatizace bez kapitálu*. Praha: UK v Praze. Karolinum. 2005. ISBN 80-246-0954-1.
- (2) Zákon č. 530/1990 Sb., o dluhopisech.
- (3) Viz dále odst. 2 této studie.
- (4) Jen pro účely odškodnění v rámci rehabilitací se počítalo s emisí dluhopisů v částce cca 1,5 mld. Kč.
- (5) Vládní dokumenty té doby se vesměs zmiňovaly o finančním trhu, nikoliv speciálně o kapitálovém trhu. Teprve vládní prohlášení z července 1992 se již výslovně zmiňuje o kapitálovém trhu.
- (6) Tím se rozuměly jak burzy cenných papírů, tak komoditní burzy, které fungovaly v předválečném Československu.
- (7) Obsáhlá vyjádření k návrhu koncepce burzy zaslaly tyto zahraniční instituce, které o to byly požádány: IFC (Washington), Merrill Lynch, Mc Carthy, Frankfurter Wertpapierboerse, Coopers and Lybrand, Nomura Research Tokyo, The International Exchange (Londýn), Bourse de Paris, H. Cleland (Toronto).
- (8) Srov. přísl. zákon č. 591/1993 Sb., o cenných papírech, Hlava III, Organizátor mimoburzovního trhu, §§ 50-54. Při schvalování návrhu tohoto zákona na 7. schůzi ČNR dne 20. 11. 1992 poslanec ČNR T. Ježek charakterizoval mimoburzovní trh jako „... trh, který bude obsluhovat akcie vzešlé z kuponové privatizace, ať už držitelé jsou jednotliví „dikové“ nebo investiční privatizační fondy“. Tomuto trhu, který měl organizovat RM-S jako nástupce Centra kuponové privatizace, přisoudil vedoucí úlohu: „Na

mimoburzovním trhu, který se vlastně tímto zákonem zakládá, který vznikne, bude ležet zejména v počátečním období drtivá většina obchodů s akciemi na kapitálovém trhu, a teprve postupně se dá očekávat, že určitou část tohoto břemene převezme i Pražská burza cenných papírů, která rovněž má vzniknout, ale vždy bude platit, že na burze cenných papírů se bude obchodovat spíše s exkluzivními akciemi, spíše s výjimečnými, tedy nejlepšími akciemi a obrovská masa obchodu se bude odehrávat právě zde na tomto mimoburzovním trhu,..“ (Srov. Digitální archiv Parlamentu ČR, stenografický protokol 7. schůze ČNR, 20. listopadu 1992.). V Prohlášení vlády ČSFR v červenci 1992 v části čtvrté „Národní hospodářství“ bylo uvedeno toto: „S privatizací souvisí úkol vybudování sekundárního kapitálového trhu, který by umožňoval kapitálové transakce miliónům akcionářů. Jeho existence je podmínkou konečného úspěchu kuponové privatizace a vytvoření příznivého klimatu pro soukromé podnikání vůbec.“ Vládní prohlášení se tedy k budoucí úloze burzy přímo nevyslovilo. (Srov. Prohlášení vlády ČSFR, digitální archiv Parlamentu ČR, výňatek z textu vládního prohlášení z 13. července 1992).

- (9) SBF uzavřela v říjnu 1990 smlouvu o dodávce SW pro Varšavskou burzu s polským ministerstvem pro privatizaci a burza zahájila svou činnost 2. července 1991.
- (10) Srov. finanční protokol (Protocole financier) z 10. února 1992.
- (11) V přípravách na založení burzy klíčovou úlohu sehrály zákony, jimiž kapitálový trh měl být regulován. Ze tří připravovaných zákonů byl jako první přijat zákon č. 214/1992 Sb., o burze cenných papírů, který nabyl účinnosti dne 15. května 1992. Další z těchto zákonů, zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, nabyl účinnosti k 29. květnu 1992. Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech nabyl účinnosti až dnem 1. ledna 1993, ale takřka okamžitě byl novelizován. Novela pod č. 89/1993 Sb. nabyla účinnosti až k 15. březnu 1993.

## **Poznámky k odst. 2:**

- (1) A. Kubíček (2004) podává výčet „abnormalit“, které v České republice vznikly v důsledku kuponové privatizace. Ve zkratce je zde charakterizujeme. Především skutečnost, že jednorázově (ze zákona) vzniklo obrovské množství veřejně obchodovatelných cenných papírů velkého počtu společností, které by, za normálních okolností, nikdy nemohlo vzniknout. Za druhé, „takto vzniklé obrovské množství akcií bylo v relativně krátké době vrženo na specifický druh trhu, který byl organizován specifickým způsobem a se specifickým politickým zadáním v podobě jejich nabídky, která svým rozsahem i strukturou nebyla a zřejmě již nikdy nebude na jakémkoli kapitálovém trhu nikdy realizována.“ Za třetí, „jako protipól vytvořené nabídky byla opět svérázným způsobem... vytvořena specifická podoba poptávky, jejímiž nositeli byly zcela svérázné subjekty, DIK-ové a IPF, kteří platili za vybrané „akcie-neakcie penžinepeněží“, a to na základě takových „znalostí-neznalostí“ o podstatě a funkcích kapitálového trhu a „informací-neinformací“ o nabízených akciích konkrétních podniků, že se mohli stát jen jejich „vlastníky-nevlastníky“. Za čtvrté, novým vlastníkům akcií měly sloužit nové trhy, burza cenných papírů a RM-systém jako mimoburzovní trh, ale vznikl i neorganizovaný trh v podobě tzv. převodů přes přepážku SCP. Za páté, zákon o velké privatizaci upravoval především proces privatizace, nikoli vznik nebo regulaci kapitálového trhu. Paradoxně příprava a první vlna kuponové privatizace probíhala z části bez odpovídající právní úpravy. Za páté, „důsledkem mizivé úrovně regulace a nesporně také i vysokého stupně inovativnosti a neobvyklosti realizovaného pro-

cesu privatizace bylo... i to, že některé subjekty začaly velmi rychle této skutečnosti zneužívat, a to aniž by to bylo na první pohled snadno rozpoznatelné a tedy i následně ovlivnitelné a sankcionovatelné.“ Za sedmé, i když si kuponová privatizace nekladla za úkol nalézt konečné vlastníky, proces jejich vyhledávání dostal „někdy až ne zcela zákonnou podobu“. Z rozboru těchto anomálií A. Kubiček v roce 1997, kdy napsal tuto pasáž, vyvodil závěr, že „český kapitálový trh bude ještě dlouho kapitálovým trhem bez své primární složky, tj. kapitálovým trhem „jen tak napůl“. Pro úplný text odkazujeme na kap. 9, str. 127-129 cit. publikace.

- (2) Oblíbeným sloganem některých tehdejších nemravných účastníků trhu, který se nestyděli hlasitě veřejně hlásat, bylo toto rčení: „Nechodte na nás s etikou, my přece musíme vydělávat!“
- (3) Tato otázka přesahuje rámec této studie a zasloužila by si podrobnější rozbor. Jméno tzv. Harvardských fondů se stalo synonymem podvodů, na které poškození akcionáři ještě dlouho nezapomenou.
- (4) Rozbor těchto otázek přesahuje rámec této studie. Autor se jimi zabývá v jiné, dosud nepublikované práci.

## Literatura

**BACOT, F.; DUBREUCQUE, P.; JUVIN, H.** *Le Nouvel Age des marchés Français*. Paris, Les Djinnns, 1989. ISBN 2-908290-00-6.

**BOEHM, A.** (Ed.) *Privatization in Central and Eastern Europe*. Lubljana, Central and Eastern European Privatization Network, 1996. ISBN 92-9128-505-6.

**CLAESSENS, S.; LEE, R.; ZECHNER, J.** *The Future of Stock Exchanges in European Accession Countries*. London, CEPR, May 2003.

**CLELAND, H.** „Plan for Czechoslovak Securities Market“, 20.3.1991. (Soukromý dokument.) *Conclusions from the Informal Expert Meeting on CSFR Stock Exchange Legislation* (held on 21<sup>st</sup> and 22<sup>nd</sup> March at the OECD. Paris.) Paris: 27 March, 1991.

**CERNY, A.** *Stock market integration and the speed of information transmission*. Exploring the behaviour of stock markets in Warsaw and Prague compared to big Western markets. Center for economic and graduate education and the Economics institute, Prague, 2004.

**Code of Conduct**, návrh společnosti Coopers and Lybrand, 12. května 1992.

**Česká národní banka 1993-2003**. Praha: ČNB, 2003.

**DVOŘÁK, V.** Financing of Companies in the Czech Republic. In: MEJSTRÍK, M. (Editor): *Cultivation of Financial Markets in the Czech Republic*. Charles University in Prague. The Karolinum Press, 2004. ISBN 80-246-0980-0.

**ÉGERT, B.; KOČENDA, E.** *Contagion Across and integration of European Emerging Stock markets: Evidence from Intraday Data*. Center for Economic Research and Graduate Education and the Economics Institute (CERGE-EI), 2006.

**FUNGÁČOVÁ, Z.** *Building a castle on sand: effects of mass privatization on capital market creation in transition economies*. Prague, Center for Economic Research and Graduate Education and the Economics Institute (CERGE-EI), 2005.

**LIEBERMAN, I. W.** Mass Privatization: A Comparative Analysis. In: SIMONETI, M.; TRÍSKA, D. (Editors). *Investment Funds as Intermediaries of Privatization*. Lubljana, Central and Eastern European Privatization Network, 1994. ISBN 92-9128-005-4.

**SIMONETI, M.; TRÍSKA, D.** (Editors). *Investment Funds as Intermediaries of Privatization* Lubljana, Central and Eastern European Privatization Network, 1994. ISBN 92-9128-005-4.

**KOUBA, K.; VYCHODIL, O.; ROBERTS, J.** *Privatizace bez kapitálu*. Praha: UK v Praze - Nakladatelství Karolinum. 2005. ISBN 80-246-0954-1.

**KNIGHT, J. R.** *Meeting on Draft CSFR Stock Exchange Law (Comments)*. Brussels, FESE, 27. 3. 1991.

**MOUDRÝ M.; BINTER, R.** *Analýza významu kapitálového trhu pro rozvoj ekonomiky ČR*. BCPP, srpen 2007, www.pse.cz

**MUEHLHOFEROVÁ, M.** Bond Primary issues in the Czech Republic, Final Analysis. In: MEJSTŘÍK, M. (Editor): *Cultivation of Financial Markets in the Czech Republic*. Charles University in Prague. The Karolinum Press, 2004. ISBN 80-246-0980-0.

**Nástin projektu jednotného dematerializovaného trhu s cennými papíry v ČSFR**. Praha : FMF ČSFR, 14. 10. 1991.

**Návrh zákona o burze cenných papírů**. Praha : FMF a SBČS čj. I/8 828/1991 (starší verze)

**Návrh zákona o burze cenných papírů**. Praha : FMF a SBČS čj. I/ 13 975/1991 (novější verze).

**PARDY, R.** *Regulatory and Institutional Impacts of Securities Market Computerization*. Washington: Country Economics Department, The World Bank, February 1992, WPS 866.

**PAVLÁT, V.; KUBÍČEK, A.** *Regulace a dozor nad kapitálovými trhy*. Praha, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2004. ISBN 80-86754-13-8.

**PAVLÁT, V.** *Kapitálové trhy a burzy ve světě*. Praha, Grada,1992. 380 s. ISBN 80-854-24-90-8.

**PAVLÁT, V.** *Navrhované řešení základní problematiky burzy cenných papírů*. Informace pro předsedu SBČS, 4. 9.1990.

**PAVLÁT, V.** *Stock Exchange in Czechoslovakia*. Praha, Oct. 1990.

**PAVLÁT, V.** *Informace o výsledcích neformální porady expertů OECD o otázkách spojených se založením burzy cenných papírů v ČSFR*. Praha, Přípravný výbor, březen 1991.

**Protocole d'accord, Projet d'installation de la Bourse de Prague**, bez data.

**Protocole financier**, 10. 2. 1992.

**Remarques concernant le rapport iniziale „Stock Exchange in Czechoslovakia“**, Société des Bourses Francaises, 29. 11. 1990.

**Současné problémy finančního trhu**. Ministerstvo financí ČR, č.j. 32/67 532/1993. A Feasibility Study. May-June 1991. (Zprávu připravili pracovníci Centra Peter Kjeldahl, Aase Blume, Ase Misfeldt a Norman Nielsen pod vedením p. Jense Bacheho, ředitele kodaňského Centra.)

**Zakladatelská smlouva o BCPP z r.1992 (návrh)**

**Výroční zprávy BCPP, a.s.** za léta 1996-2006. Praha, BCPP, a.s.

**webové stránky BCPP, a.s.**