

Většina občanů České republiky si zatím nenašla cestu na kapitálový trh. Někteří ho považují za iracionální změt kurzů, které jdou jednou nahoru a jindy zase dolů a nikdo vlastně neví proč. Jiní si zase vzpomenou na pachutí z období transformace ekonomiky, která v nich zanechala pocit, že kapitálový trh je pouze pro bezskrupulózní dravce. Tuzemský kapitálový trh si prošel bouřlivými změnami, jejichž negativní následky pociťujeme dosud. Výsledkem dlouhodobého snižování důvěry v kapitálový trh bylo, že na konci devadesátých let existovalo pouze pár set aktivních klientů, kteří aktivně obchodovali s cennými papíry či deriváty.¹ Příčiny, proč v naší republice nefungoval standardní kapitálový trh, byly již v literatuře popsány, takže je ve své práci nebudu hlouběji rozvádět. Osobně se přikláním k názoru, že v České republice se nedá hovořit o tom, že bychom překonávali nějaké poporodní bolesti spojené s přechodem na tržní ekonomiku. Období transformace se spíše vyznačovalo tím, že byla zvolena a následně i zavedena nevhodná systémová řešení. Nesprávnou úvahu o všemocnosti trhu, která stála na počátku nastavení pravidel pro kapitálový trh, se podařilo překonat až na základě negativních událostí, jež se objevily v počátečním období. Negativní vývoj kromě nedostatečné právní regulace odstartovala zejména kupónová privatizace. V důsledku masové privatizace došlo k zaplavení trhu stovkami emisí společností, s nimiž se následně vůbec neobchodovalo. Výsledkem bylo, že pražský trh měl nejnižší poměr obrátu k tržní kapitalizaci na světě.² Prakticky okamžitě bylo rovněž spuštěno obchodování na kapitálovém trhu, i když stávající právní předpisy byly velmi povrchní a zejména obtížně vymahatelné, neboť neexistoval účinný státní dozor. Nedokonale nastavené regulace využili někteří účastníci trhu, kteří začali využívat mezery umožňující jim vyhnout se státnímu doзору či ho nerespektovat. Příkladem mohou být investiční fondy z kupónové privatizace, které se přeměnou na normální akciové společnosti vyhnuly státnímu doзору, či vytunelované bankovní ústavy a kampeličky.

Ukázalo se, že systém regulace je nastaven velmi povrchně, resp. prakticky není nastaven vůbec. Od počátku chyběla promyšlená koncepce, jakým způsobem nastavit regulaci kapitálového trhu a zároveň jsme se odmítli inspirovat i na vyspělých zahraničních trzích. Důsledkem byla ztráta důvěry jak veřejnosti, tak investorů, přičemž důvěra je alfou a omegou správného fungování kapitálového trhu. Na druhou stranou musím přiznat, že ztráta důvěry či její oslabení jsou zpravidla hlavním motorem pro realizaci reformy kapitálového trhu, který neplní svoje funkce. Obdobné problémy, které se objevily v souvislosti s ekonomickou transformací v České republice, se totiž nevyhnuly ani státům vyznačujícím se delší tradicí kapitálového trhu, jako je Velká Británie či Francie, i když v těchto státech nebyla důvěra narušena z důvodu chybné transformace, ale především proto, že podle názoru veřejnosti, a to včetně investorské, kapitálový trh neplnil svoji roli. Jak se budu dále zmiňovat v textu své práce, tato skutečnost přispěla ke změně vnímání právní regulace kapitálového trhu.

Nepovedená kupónová privatizace, nedostatečný právní rámec a špatně fungující orgán dohledu jsou již dostatečně popsány v odborné literatuře, proto se ve své práci především zaměřím na stávající právní úpravu a pokusím se navrhnout změny, které by přispěly k odstranění nejasností či dokonce pochybení zákonodárce. Prvním impulsem, který znamenal obrat k lepšímu ve smyslu vymahatelnosti existujících právních předpisů kapitálového trhu nepochybně znamenal **vznik Komise pro cenné papíry**. I přes určité výhrady, které se objevují vůči její činnosti, přinesl její vznik v roce 1998 podle mého názoru zásadní obrat ve výkonu státního dozoru. Zákonodárce se inspiroval ve Spojených státech amerických a pokusil se i přes rozdílnost právních řádů vybudovat obdobný orgán, který by si postupně vybudoval respekt mezi účastníky trhu. Komise pro cenné papíry od počátku začala vystupovat velmi razantně a snažila se napravit předchozí nelichotivý obrázek tuzemského trhu. Podařilo se jí díky tzv. přelicensování³ vyčistit trh od subjektů, které mohly být budoucí hrozbou pro jeho fungování. Snažila se rovněž hledat inspiraci v zahraničí a nastavit obdobná pravidla pro podnikání, která fungují třeba ve Velké Británii. Jednalo se především o různé metodiky či stanoviska týkající se pravidel jednání k zákazníkům, která i

přes zánik Komise pro cenné papíry stále slouží účastníkům trhu k tomu, aby mohli předvídat chování orgánu dohledu. Neplatí to ale bezvýjimečně, protože Komisi pro cenné papíry se často v minulosti vytýkal její příliš formalistický pohled na způsob regulace trhu, takže i přes riziko možného postihu některá doporučení, která byla vtělena do metodik, nebyla účastníky trhu respektována.⁴ Nicméně z nastaveného způsobu, jak se má provádět regulace, vychází i Česká národní banka, která je v současnosti už jediným orgánem dohledu nad kapitálovým trhem. Kontinuita byla zajištěna přechodem většiny zaměstnanců Komise pro cenné papíry do centrální banky a stejně i ponecháním v platnosti metodik a stanovisek předchozího regulátora.