

## Vybrané problémy českého kapitálového trhu II.

Kateřina Kořená<sup>1</sup>

### Abstrakt

Příspěvek hodnotí český kapitálový trh ve třech vybraných oblastech. V první části Kolektivní investování popisuje minulý vývoj a hodnotí současnou situaci. V části Kapitálový trh jako zdroj financování se příspěvek zabývá primárními emisemi dluhopisů a akcií na českém kapitálovém trhu. Závěrečná část příspěvku Burza cenných papírů Praha se zabývá fungováním pražské burzy a pojmenovává úspěchy a neúspěchy BCPP v posledních deseti letech.

### Klíčová slova

český kapitálový trh, kolektivní investování, kapitálový trh jako zdroj financování, primární emise cenných papírů, Burza cenných papírů Praha

## 1 Úvod

Český kapitálový trh má za sebou 15 let existence (v roce 1993 skončila první vlna kupónové privatizace a začalo obchodování na Burze cenných papírů Praha). V současné době vstupuje do další etapy svého fungování, ve které stále hledá své budoucí postavení v rámci trhu evropského.

Cílem tohoto článku je zhodnotit, jak se český kapitálový trh rozvíjel v posledních přibližně 10 letech. Toto zhodnocení je provedeno na základě srovnání se skutečností v roce 2000, kdy byl publikován článek Vybrané problémy českého kapitálového trhu<sup>2</sup>. Stejně jako v tomto příspěvku je obsah tohoto článku rozdělen do tří vybraných oblastí:

- a) kolektivní investování,
- b) kapitálový trh jako zdroj financování,
- c) Burza cenných papírů Praha.

## 2 Kolektivní investování

Kolektivní investování bylo ve svém počátku ovlivněno kupónovou privatizací, která v letech 1991 – 1994 proběhla v České republice. Důsledkem kupónové privatizace byla nedůvěra drobných investorů a skutečnost, že se kolektivní investování pravděpodobně rozvíjelo v České republice pomaleji. Přesto po vzniku nových zpočátku otevřených podílových fondů a později uzavřených podílových fondů (hlavně v podobě garantovaných fondů) začali čeští investoři do fondů investovat. Nejdříve byla větší část majetku českých investorů umístěna v domácích fondech, pak začaly postupně získávat důvěru investorů fondy zahraniční, kterým ulehčila jejich fungování na českém kapitálovém trhu i novelizovaná legislativa. V prvním pololetí roku 2009 objem majetku v zahraničních podílových fondech dokonce poprvé překonal objem majetku ve fondech domácích. V průběhu nového tisíciletí se začali čeští investoři o kolektivní investování více zajímat, zpočátku hlavně kvůli rostoucím

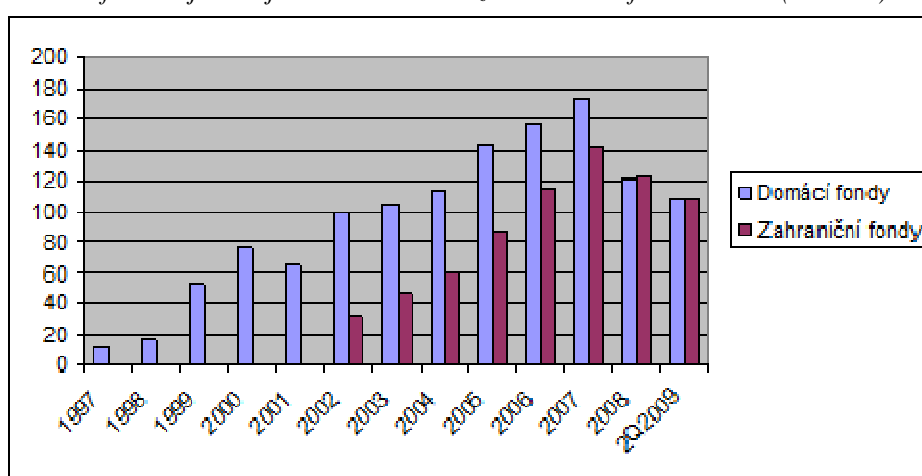
<sup>1</sup> Kateřina Kořená, Ing., Ph.D, Ekonomická fakulta Vysoké školy báňské – Technické univerzity Ostrava, email: [katerina.korena@vsb.cz](mailto:katerina.korena@vsb.cz).

<sup>2</sup> Kořená, K. Vybrané problémy českého kapitálového trhu. In Česká ekonomika 2000. Karviná: Slezská univerzita Opava, Obchodně podnikatelská fakulta Karviná, 2000. ISBN 80-7248-059-6.

finančním trhům v letech 2002-2007. Svou roli také sehrála i nově přijatá legislativa, která souvisela se vstupem České republiky do Evropské unie (2004) a aktualizace zákonů týkajících se českého finančního trhu včetně změny hlavního regulátora trhu<sup>3</sup>.

Dalším důvodem, proč investoři začali více investovat do fondů, byla skutečnost, že z hlediska výnosu a likvidity šlo o produkt pro drobné investory, který neměl na českém finančním trhu v tomto období výraznější konkurenci - zvláště pokud došlo ke snížení výnosnosti i likvidity u stavebního spoření. Obdobná situace zůstala i při investování prostřednictvím penzijních fondů nebo investičně zaměřených životních pojištění, jejichž výnosnost byla ve srovnání s podílovými fondy nižší a likvidita výrazně horší. Postavení otevřených podílových fondů vylepšila i změna času finančního vyrovnání při jejich odprodeji<sup>4</sup>. V následujícím Grafu 2.1 je ukázán postupný nárůst majetku v domácích i zahraničních fondech od roku 1997 do prvního pololetí roku 2009.

Graf 2.1 Objem majetku v domácích a zahraničních<sup>5</sup> fondech v ČR (v mil.Kč)



Zdroj: AKAT ČR

Změna v investování do fondů nastala koncem roku 2007 a v celém roce 2008, kdy se i v České republice začala naplno projevovat finanční krize. Pro fondové investování to znamenalo výrazný pokles majetku ve fondech. Tento pokles také pravděpodobně souvisí se skutečností, že zkušenější investoři začali mít možnost investovat na českém finančním trhu prostřednictvím obchodníků s cennými papíry do ETF, naopak konzervativnější investoři převedli část investic z fondů na výnosové (spořicí) účty. Výnosové účty začala od roku 2007 postupně nabízet většina bank v České republice a v souvislosti s krizí na finančních trzích začaly být tyto účty považovány za vhodnou investici na rozdíl od investování do fondů, které zvláště v roce 2008 výrazně ztrácely (včetně fondů peněžního trhu).

### Zhodnocení

Situace na trhu kolektivního investování se zlepšila, investoři začali od roku 2002 do fondů více investovat. Celkové povědomí o fondovém investování stoupá, investoři začali ukládat peněžní prostředky zejména do krátkodobých garantovaných fondů. Stále ale přetrvává

<sup>3</sup> Od 1. dubna 2006 nabyt účinnosti zákon č. 57/2006 Sb., o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dohledu nad finančním trhem, kdy došlo k integraci dozoru na českém finančním trhu a kontrolu nad finančním trhem vykonává jediná ČNB.

<sup>4</sup> Z 30 dnů na 15 dnů.

<sup>5</sup> Statistika objemu majetku umístěného v zahraničních fondech je uváděna až od roku 2002, do této doby byl objem majetku v zahraničních fondech výrazně nižší než ve fondech domácích a nebyl přesně sledován.

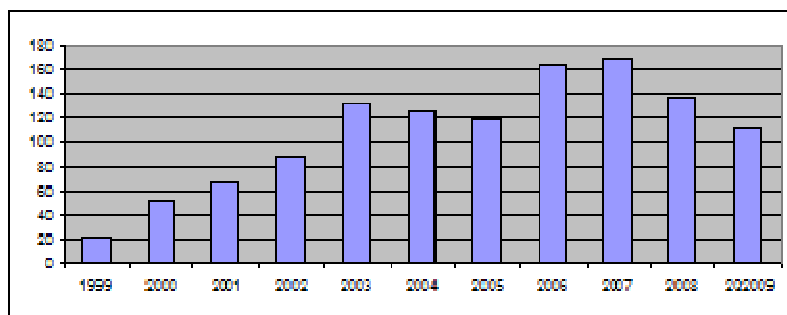
tendence investorů investovat konzervativně v delším časovém horizontu. Nedošlo ke změně u zdaňování fondů, fondy českých správců musejí platit 15% daň ze zisku, což zvýhodňuje zahraniční fondy. I proto zřejmě objem majetku investovaný do zahraničních fondů postupně roste. Zatím na českém trhu chybějí nové typy fondů jako fondy nemovitostní<sup>6</sup> nebo jiné fondy reálných aktiv. Nově vznikly i fondy kvalifikovaných investorů, ty však nejsou určeny pro drobné investory a veřejný trh.

### 3 Kapitálový trh jako zdroj financování

Základní funkcí kapitálového trhu je funkce zdroje financování, tzn. že deficitní jednotky jsou financovány prostřednictvím emisí dluhopisů a akcií a emitenti těchto cenných papírů mají možnost získat prostředky pro svůj další rozvoj jiným způsobem než financováním z vlastních zdrojů nebo formou úvěrů od bank.

Od roku 2000 nedošlo k výraznější změně, český kapitálový trh stále plní tuto funkci neúplně a jen pro určité subjekty. Pořád platí, že typické je toto financování pro stát, který vydáváním státních dluhopisů řeší zabezpečení státních příjmů. Toto vydávání probíhalo stabilně s prodlužující se dobou splatnosti českých státních dluhopisů<sup>7</sup>. Objem nabízených státních dluhopisů je uveden v Grafu 3.1.

Graf 3.1 Objem nabízených státních dluhopisů v mil. Kč



Zdroj: ČNB

Dluhopisy dále vydávají zejména banky a velké podniky<sup>8</sup>. U bankovních dluhopisů tvoří jejich převážnou část emise hypotečních zástavních listů. Komunální dluhopisy jsou v České republice emitovány minimálně, jediným zástupcem těchto dluhopisů na pražské burze jsou v současnosti 2 emise hlavního města Prahy. Obce a menší města komunální dluhopisy ve sledovaném období neemitovaly a neemitují.

Získání finančních zdrojů prostřednictvím emise akcií je pro české podniky stále velmi obtížné. Nový trh Burzy cenných papírů Praha, který začal fungovat v roce 1999, byl zrušen, protože se na něm neobchodovaly žádné emise. Od roku 2002 do současnosti byly na BCPP

<sup>6</sup> Na českém trhu jsou pouze dva tyto fondy, tento nízký počet souvisí i se současnou finanční a ekonomickou krizí.

<sup>7</sup> 21.11.2007 byly poprvé nabídnuty 50leté státní dluhopisy.

<sup>8</sup> V současnosti (k 30.9. 2009) jsou na BCPP obchodovány dluhopisy těchto bank a podniků: Czech Repackaged Euro Securities Trans., Česká exportní banka, a.s., ČEZ, a.s., MF ČR, Česká pojišťovna a.s., Česká spořitelna a.s., Československá obchodní banka, a.s., Dalkia Česká republika, a.s., ECM REAL ESTATE INVESTMENTS A.G., European Investment Bank, GREENVALE, a.s., Home Credit B.V., Hypoteční banka, a.s., Raiffeisenbank a.s., UniCredit Bank Czech Republic a.s., Komerční banka, a.s., Volksbank CZ, a.s., Wüstenrot hypoteční banka a.s., ING Bank N.V., MERO ČR, a.s., OHL ŽS, a.s., ORCO PROPERTY GROUP S.A., Praha Finance B.V., Sm. vodovody a kanalizace, a.s., Správa železniční dopravní cesty, státní organizace, ŠKODA AUTO a.s., UNIPETROL, a.s., Wüstenrot - stavební spořitelna a.s..

uvedeny celkem 6 klasických primárních emisí (IPO) a 4 duální kotace, tj. na pražský burzovní trh byly přijaty emise kótované i na dalších burzách<sup>9</sup> – viz Tab. 3.1.

Primární emise	Duální kotace
Zentiva N.V. 28.6. 2004	Erste Bank 1.10. 2002
ECM A.G. 11.12. 2006	ORCO 1.2. 2005
Pegas Nonwovens S.A. 21.12. 2006	CME 27.6. 2005
AAA. Auto Group N.V. 24.9. 2007	Vienna Insurance Group 5.2. 2008
VGP N.V. 7.12. 2007	
NWR N.V. 6.5. 2008	

Tab. 3.1 Primární emise a duální kotace na BCPP

Jestliže budeme hodnotit úspěšnost IPO na pražské burze, tak z pohledu emitenta byla nejuspěšnější primární emise akcií společnosti New World Resources N.V.(NWR), která ve veřejné nabídce prodala investorům akcie zhruba za 35,4 mld.Kč, což byl rekord na tuzemském kapitálovém trhu. Tato emise byla současně přijata k obchodování na londýnské a varšavské burze. Z hlediska investora byla nejuspěšnější emise Zentivy, jejíž kurz v letech po uvedení na trh stoupal, a i po propadu koncem roku 2007 a v roce 2008 byl kurz Zentivy v dubnu 2009, kdy bylo ukončeno obchodování<sup>10</sup>, vyšší než kurz emisní. Další emise jsou v současnosti z pohledu investora ztrátové, protože jejich kurz je v současnosti nižší než jejich kurzy při vstupu na burzu.

V minulých letech se také uvažovalo o privatizaci vybraných podniků prostřednictvím burzy, toto řešení ale přijato nebylo. V současnosti se žádná primární emise ani duální kotace na BCPP nechystá. Příčinou je finanční krize, kdy emitenti odkládají své emise cenných papírů, protože se obávají nedostatečného zájmu investorů.

S účinností od 1. prosince 2008 došlo na BCPP k úpravě burzovních pravidel týkajících se přijímání cenných papírů k obchodování<sup>11</sup>. Mezi hlavní změny v pravidlech pro přijímání patří zejména zkrácení lhůt pro přijímání cenných papírů, možnost přijímání cenných papírů na volný trh i bez žádosti emitenta a zjednodušení procesu přijímání na volný trh (nově rozhoduje pouze generální ředitel).

Od stejného data burza provozuje mnohostranný obchodní systém (MTF), jehož hlavním účelem by mělo být vytvoření vhodného segmentu trhu pro vstup malých a středních podniků s cílem eliminovat náklady na vstup a dále umožnit zahraniční duální kotace.

#### Zhodnocení

Kapitálový trh v České republice plní funkci zdroje financování stále částečně a pouze pro určité subjekty. I od roku 2000 z hlediska primárních emisí dluhopisů slouží český kapitálový trh jako významný zdroj financování státu. Podniky si naopak potřebné finanční zdroje

<sup>9</sup> U duální kotace tedy nejde o novou emisi, ale o uvedení již obchodovaných akcií na nový trh cenných papírů.

<sup>10</sup> Majoritní vlastník Sanofi-Aventis získal téměř 98 procent akcií Zentivy a rozhodl se stáhnout akcie Zentivy z veřejného trhu.

<sup>11</sup> Změna byla vyvolána novelou zákona č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu, která zapracovává příslušné předpisy Evropských společenství.

opatřují převážně úvěry od bank. Výjimku tvoří emise dluhopisů některých velkých podniků (např. ČEZ, ORCO, ECM) a emise zejména hypotečních zástavních listů velkých bank. Státní dluhopisy, hypoteční zástavní listy a bankovní dluhopisy jsou také nejobchodovanějšími dluhopisy na pražské burze<sup>12</sup>. V roce 2004 vstoupila na burzovní trh první akciová primární emise a v následujícím období dalších pět primárních emisí (viz Tab. 3.1). Tento počet je ale příliš malý, je vidět, že stále byl vstup na burzu pro podniky obtížný a komplikovaný. Burza se proto snaží tento proces zjednodušit. Primárním emisím v současnosti brání i pokračující finanční krize.

#### 4 Burza cenných papírů Praha

Burza cenných papírů Praha se na svém začátku potýkala s příliš velkým počtem emisí akcií<sup>13</sup> a velkým objemem necenotvorných obchodů. Tyto problémy se podařilo postupně vyřešit<sup>14,15</sup>. V současné době se naopak problémem začíná stávat příliš malý počet emisí – viz Tab. 4.1. V roce 1995 se burzovní trh rozdělil na trh hlavní, vedlejší a volný, v roce 1998 byl na BCPP zaveden Nový trh, na tomto trhu nebyla umístěna ani jedna emise, proto byl tento trh zrušen. Z důvodu snížení počtu emisí byl v roce 2007 zrušen trh vedlejší. Kvůli snížení počtu emisí byl zrušen i index PX-D, který byl zaveden v roce 1999, a původní burzovní index PX 50 byl změněn na index PX, který v současnosti obsahuje 13 emisí. Objem obchodování s akciemi je v posledních čtyřech letech proti roku 2004 dvojnásobný a nedošlo k jeho výraznému snížení ani z důvodu krize na finančních trzích.

	Hlavní trh	Vedlejší trh	Volný trh	Celkem
1993	3	x	968	971
1994	34	x	994	1028
1995	62	6	1648	1716
1996	44	52	1574	1670
1997	45	58	217	320
1998	10	96	198	304
1999	8	81	106	195
2000	5	60	86	151
2001	5	48	49	102
2002	5	41	33	79
2003	5	34	26	65
2004	6	29	20	55
2005	8	19	12	39
2006	10	11	11	32
2007	21	x	11	32
2008	17	x	11	28

Tab. 4.1 Počty emisí akcií na trzích Burzy cenných papírů Praha k 31.12.2008

<sup>12</sup> Celkový objem obchodů s dluhopisy dosáhl v roce 2008 hodnoty 643,151 mld. Kč, na objemu obchodů se nejvíce podílely státní dluhopisy (95,86 %), hypoteční zástavní listy tvořily 1,80 %, bankovní dluhopisy 1,51 %, podnikové dluhopisy 0,80 % a komunální dluhopisy 0,03 % celkového ročního objemu obchodů s dluhopisy.

<sup>13</sup> Tento problém souvisí s kupónovou privatizací, v roce 2005 bylo na pražské burze kótováno 1716 emisí.

<sup>14</sup> BCPP začala od roku 1997 nelikvidní tituly vyřazovat a řada podniků, které byly uvedeny na burzu v rámci kupónové privatizace, se svou veřejnou obchodovatelností (registraci na burze) rozhodla zrušit.

<sup>15</sup> V roce 1998 zavedla burza SPAD (Systém pro podporu trhu akcií a dluhopisů), díky němuž se podařilo podíl necenotvorných obchodů snížit na minimum – podíl necenotvorných obchodů byl v roce 2008 1,72% ze všech obchodů na BCPP.

Obchodování s dluhopisy na BCPP stále probíhá na základě dohody burzy s členy Českého klubu obchodníků, burza je garantem tohoto trhu a denně stanovuje průměrnou cenu na nákup a průměrnou cenu na prodej u vybraných dluhopisů z cen zaslaných tvůrci trhu dluhopisů. Tento způsob obchodování je dán odlišným způsobem vzniku dluhopisového trhu, který vznikl postupně podle potřeb velkých investorů. Institucionálním investorům současná situace vyhovuje, pro střední a zejména drobné investory však obchody probíhají pro ně ve velkých objemech, a proto mohou nakupovat dluhopisy převážně zprostředkovaně. Objem obchodů s dluhopisy byl nejvyšší v letech 2001 a 2002, od roku 2004 zůstává stabilní a je nižší než objem obchodů s akciemi. Počet emisí od roku 2006 roste, převažují emise státních dluhopisů a hypotečních zástavních listů.

	Hlavní trh	Vedlejší trh	Volný trh	Celkem
1993	5	x	6	11
1994	13	x	14	27
1995	20	0	28	48
1996	26	1	53	80
1997	33	2	57	92
1998	33	3	62	98
1999	30	3	62	95
2000	30	11	53	94
2001	28	14	42	84
2002	20	18	36	74
2003	27	20	34	81
2004	24	20	35	79
2005	27	15	54	96
2006	28	15	67	110
2007	41	x	91	132
2008	38	x	83	121

Tab. 4.2 Počty emisí dluhopisů na trzích Burzy cenných papírů Praha k 31.12.2008

V roce 2006 začala Burza cenných papírů Praha obchodování s futures a strukturovanými produkty – viz Tab. 4.3. Pro obchodování s opcemi však BCPP stále neobdržela licenci od ČNB.

	Futures	Strukturované produkty
2006	2	8
2007	6	41
2008	6	49

Tab. 4.3 Počty emisí futures a strukturovaných produktů k 31.12.2008

Z hlediska napojení na ostatní zahraniční burzy pražská burza původně spolupracovala s bratislavskou, varšavskou, budapešťskou a lublaňskou burzou, tato spolupráce však nebyla dostatečně rozvíjena. Boj o získání vlivu v tomto regionu vyhrála burza ve Vídni, která se již od začátku vzniku nových burz v bývalých socialistických zemích snažila stát obchodním centrem střední a východní Evropy. Vídeňská burza tak postupně ovládla burzy v Budapešti,

Ljubljane a v Praze<sup>16</sup>. V září 2009 se burzy ve Vídni, Praze, Budapešti a Ljubljane spojily do společné skupiny pod názvem CEE Stock Exchange Group. S průměrným měsíčním obrátem 11 mld. EUR tak představují dvě třetiny obrátu akciových obchodů v regionu střední a východní Evropy.

#### Zhodnocení

Pokud budeme hodnotit činnost Burzy cenných papírů Praha celkově, můžeme konstatovat, že vzhledem k výchozím podmínkám (vznik na zelené louce, kupónová privatizace) a vývoji na finančních trzích (pokles v letech 2000-2002, začátek finanční krize v koncem roku 2007) burza svou existenci v rámci regionu obhájila. Od roku 2000 dokázala burza snížit objem necenotvorných obchodů a zvýšit transparentnost obchodování. V roce 2004 se BCPP v souvislosti se vstupem České republiky do Evropské unie stala plnoprávným členem Evropské federace burz (do tohoto roku byla členem přidruženým) a obdržela osvědčení od americké Komise pro cenné papíry<sup>17</sup>. Hlavním problémem burzy zůstává malý počet akciových primárních emisí (IPO), Burza cenných papírů Praha zde výrazně zaostává např. za burzou ve Vídni a ve Varšavě. Pražská burza potřebuje nové primární emise i z důvodu stále menšího počtu akciových titulů na svých trzích. Řešit se také musí rozšíření obchodů s deriváty o opce. V letošním roce BCPP vstupuje do nové etapy své existence jako součást propojeného burzovního trhu v rámci burzy ve Vídni. Tato skutečnost znamená pro Prahu napojení na vyspělý evropský trh a měla by jí s jejími setrvalými výše zmíněnými problémy pomoci.

## 5 Závěr

Příspěvek hodnotí český kapitálový trh ve třech vybraných oblastech. V první části Kolektivní investování popisuje vývoj v posledních deseti letech a hodnotí současnou situaci. Zde se situace v minulých deseti letech zlepšila, stále však chybí větší finanční gramotnost drobných investorů a větší nabídka dalších druhů fondů. Objem majetku ve fondech se po minulém roce začíná postupně stabilizovat a začíná pomalu růst<sup>18</sup>.

V části Kapitálový trh jako zdroj financování příspěvek poukazuje na skutečnost, že funkce zdroje financování je na českém kapitálovém trhu stále plněna pouze částečně, kapitálový trh slouží zejména k primárním emisím státních dluhopisů. Primární emise akcií sice byly ve sledovaném období na trh uvedeny, ale bylo jich málo a podniky stále dávají přednost jinému způsobu financování.

Závěrečná část příspěvku Burza cenných papírů Praha se zabývá fungováním pražské burzy a pojmenovává úspěchy a neúspěchy BCPP v posledních deseti letech. Burza obhájila svou existenci v rámci regionu, teď ji čeká nová etapa jako součásti CEE Stock Exchange Group.

## Literatura

- [1] Statistická ročenka Burzy Cenných papírů Praha, a.s. 2008. Url: <http://www.pse.cz/>.
- [2] Materiály Asociace pro kapitálový trh (AKAT ČR). Url: <http://www.akatcr.cz/>.

<sup>16</sup> Největším akcionářem pražské burzy je od 8.12. 2008 společnost Wiener Börse AG, Wallnerstrasse 8, P.O. Box 192, A 1014 Wien (Vídeň), která drží 92,739 % akcií.

<sup>17</sup> Americká Komise pro cenné papíry udělila pražské burze statut definované zahraniční burzy (tzv. „Designated Offshore Market“) a zařadila ji tak do prestižního seznamu neamerických burz bezpečných pro investory.

<sup>18</sup> Během druhého čtvrtletí roku 2009 majetek v podílových fondech vzrostl 3,62 miliard Kč, tj. o 1,70% (tisková zpráva AKAT ČR z 10.8. 2009).

[3] Materiály ČNB. Url: <http://www.cnb.cz/>.

## **Summary**

The paper deals with the contemporary situation at the Czech capital market and it is divided into three parts. The first part deals with the collective investment. In the second part the author evaluates the possibility of deficit subjects to finance themselves at this market. The third part describes the position of Prague Stock Exchange and its tasks in future.