

Koncepce rozvoje kapitálového trhu v České republice 2019 – 2023

Obsah

Obsah.....	- 2 -
Seznam grafů.....	- 2 -
Shrnutí pro manažery	- 3 -
Úvod.....	- 6 -
1. Význam kapitálového trhu pro národní hospodářství.....	- 9 -
2. Potřeba rozvoje kapitálového trhu v České republice	- 11 -
2.1 Konzervativní směřování českých portfolií.....	- 12 -
2.2 Nízké povědomí společností o výhodách financování pomocí kapitálového trhu	- 16 -
2.3 Slabá účast na regulovaných burzách.....	- 18 -
3. Základní principy regulatorního přístupu.....	- 21 -
3.1 Podpora stability a předvídatelnosti regulatorního prostředí.....	- 21 -
3.2 Přístup „zdola nahoru“ (<i>bottom-up approach</i>)	- 22 -
4. Návrhy konkrétních opatření.....	- 23 -
4.1 Opatření na podporu domácností (investorů)	- 23 -
4.2 Opatření na podporu podniků (emitentů)	- 26 -
4.3 Opatření na podporu profesionálních účastníků kapitálového trhu (tržní infrastruktury).....	- 30 -
4.4 Opatření na podporu České republiky (státu).....	- 34 -
Závěr.....	- 38 -
Seznam použité literatury	- 39 -
Seznam zkratk	- 43 -

Seznam grafů

Graf 1 Aktiva českých domácností (mld. Kč).....	- 12 -
Graf 2 Srovnání majetku průměrného Čecha, Evropana z EU 13 a Evropana z EU 15.....	- 14 -
Graf 3 Poměr kótovaných akcií, dluhopisů a investičních fondů k oběživu a vkladům	- 15 -
Graf 4 Financování českých nefinančních podniků (% aktiv)	- 16 -
Graf 5 Srovnání financování firem v ČR, EU 13, EU 15 a ve Velké Británii.....	- 18 -

Shrnutí pro manažery

Vláda České republiky přijetím této koncepce usiluje o podporu udržitelného hospodářského růstu a zvyšování konkurenceschopnosti české ekonomiky prostřednictvím dobře fungujícího kapitálového trhu. Vláda České republiky se domnívá, že naplnění této koncepce pomůže České republice více se přiblížit ekonomikám zemí západní Evropy, a to

- zlepšením kvality a odolnosti úspor českých domácností (včetně prostředků spoření na stáří),
- snížením „závislosti“ malých a středních podniků na bankovním financování (a na dotacích z Evropské unie),
- zvýšením počtu pracovních míst s vysokou přidanou hodnotou (posílení koupěschopnosti českých občanů) a
- vyšší podporou inovací (více investic do inovativní ekonomiky).

Dle dostupných údajů lze bohužel konstatovat, že existuje značná propast mezi těmito tzv. „celkovými cíli“ a současným stavem kapitálového trhu v České republice.

Vláda České republiky má za to, že kapitálový trh v České republice aktuálně neplní dostatečně svou hlavní funkci, tj. aby efektivně přerozděloval volné finanční zdroje od střadatelů a investorů (domácností) k podnikatelům, kteří potřebují financovat svůj rozvoj. I z historických důvodů převládá dnes v České republice tradiční bankovní financování (vklady a úvěry), významnou roli hraje prozatím i spoléhání se na dotace z Evropské unie. V souhrnu lze tedy konstatovat, že překážkami rozvoje kapitálového trhu v České republice jsou zejména konzervativní rozložení aktiv domácností, malé úspory na stáří, nízké povědomí podnikatelů o možnostech financování podnikání a výzkumu prostřednictvím kapitálového trhu a malá nabídka domácích investičních nástrojů dostupných drobným investorům ve srovnání se západní Evropou.

Občané starší 15 let z 15 států, které vstoupily do Evropské unie před rokem 2004, drží v investicích na kapitálovém trhu 14 % svých úspor a na bankovních účtech 30 % svých finančních úspor. Čeští občané starší 15 let drží na kapitálovém trhu 12 % svých úspor (a dalších 7 % v penzijních produktech) a na bankovních účtech 51 % svých finančních úspor. Z tohoto hlediska české domácnosti dostatečně neberou na vědomí, aby výnosy dlouhodobě spořených prostředků alespoň překonaly inflaci a neztrácely tak svou reálnou hodnotu. Struktura bohatství českých domácností tak zaostává za průměrem tradičních států Evropské unie, a to navzdory vysoké míře úspor (dle Světové banky aktuálně jedna z nejvyšších v celé Evropské unii). České domácnosti ve srovnání s průměrem tradičních (západních) států Evropské unie také zatím nespoří dostatečně finanční prostředky na stáří.

Při pohledu na financování českých podniků je vidět, že převládá financování se půjčkami (v roce 2016 činila hodnota půjček 25,5 % firemního kapitálu) ve srovnání s podílem kótovaných akcií (4,2 %) a dluhopisů (3,6 %). Hodnota akcií kótovaných na burze se za posledních 10 let výrazně snížila, když na vrcholu v roce 2007 činila 13,6 %. Většina kapitálových vkladů českých podniků pochází z vlastních zdrojů vlastníků a z reinvestovaných zisků, většina dluhového financování je pak získávána od bank. Podíl financování se prostřednictvím kótovaných akcií a dluhopisů je u českých podniků poloviční ve srovnání s průměrem Evropské unie a třetinový oproti Německu či Velké Británii. Výzkum Hospodářské komory ČR v roce 2017 ukázal, že mezi malými a středními podniky

panuje malé povědomí o alternativních zdrojích financování a obecně o využívání externího financování.

Český kapitálový trh se sice může zdát ve srovnání s 15 státy, které vstoupily do Evropské unie před rokem 2004, malý a nelikvidní, avšak při porovnávání se státy, které vstoupily do Evropské unie v roce 2004 a později, se však řadí mezi nejlepší, jak z hlediska tržní kapitalizace k hrubému domácímu produktu na hlavu, tak z hlediska objemu obchodů. Zaznamenaný pokles likvidity v posledních letech však může ohrozit zájem investorů a emitentů. Proto je nezbytné zvážit kroky potřebné k zatraktivnění obchodování na kapitálovém trhu, zejména na regulovaném trhu Burzy cenných papírů Praha pro velké emitenty a na dalších trzích pro malé a střední emitenty.

Další snahy o rozvoj kapitálového trhu v České republice musí být opřené o několik základních principů regulace. Jedním z nich je stabilní, vhodně nastavené a předvídatelné regulační prostředí. Dalším základním předpokladem je přístup „zdola nahoru“, kdy změny regulace primárně vychází z potřeb trhu, který se aktivně zapojuje do jejich tvorby. Současně je ale třeba vždy vnímat potřebu ochrany investorů, aby se docílilo rovného a spravedlivého zacházení s účastníky trhu a důvěry v kapitálový trh.

Tato koncepce obsahuje návrhy opatření, které jsou obsaženy v hlavní části tohoto textu (viz níže) a přizpůsobené vhodným regulačním přístupům. Tyto opatření vycházejí z provedené analýzy a jsou rozděleny pro 4 skupiny subjektů podle toho, kterému z nich jsou ku prospěchu (domácnosti, podniky, tržní infrastrukturu a stát):

1) **opatření na podporu domácností (investorů):** zavedení účtu dlouhodobých investic, zatraktivnění investic do investičních fondů z iniciativy investora, vzdělávání drobných investorů a investičních poradců o kapitálovém trhu, vytvoření webového centra (rozcestníku) informací o cenných papírech a jejich emitentech, analýza dostupnosti měnového zajištění, zdokonalení toku informací od emitentů k investorům;

2) **opatření na podporu podniků (emitentů):** vzdělávání finančních ředitelů malých a středních podniků o možnostech financování přes kapitálový trh, zlepšení podmínek fungování tzv. *business angels* v České republice, analýza možností rozvoje investičního *crowdfundingu* v České republice, analýza možnosti vytvoření jednodušší formy akciové společnosti, standardizace poskytování informací emitenty v angličtině, internacionalizace finančního výkaznictví, vytvoření a implementace tabulky hodnocení správy a řízení společností, podpora rozvoje peněžního trhu;

3) **opatření na podporu profesionálních účastníků kapitálového trhu (tržní infrastruktury):** větší zapojení penzijních fondů do fungování kapitálového trhu v České republice, další zatraktivnění podfondů, podpora využití formátu XML při vyžadování informací od finančních institucí (zejména v rámci exekucí), analýza možností úpravy evidence investičních nástrojů, podpora obchodování s korporátními dluhopisy, vytvoření a uveřejnění pokynů ohledně vstupního *due diligence* pro zahraniční investiční fondy;

4) **opatření na podporu České republiky (státu):** rozvoj trhu se státními dluhopisy, aktivní zapojení se do panevropských i globálních iniciativ, aktivní zapojení při vyjednávání právních předpisů Evropské unie, zajištění stáží pro státní úředníky a regulátory, sledování kritérií k získání statusu „rozvinutý kapitálový trh“ dle MSCI, vzdělávání státem ovládaných společností o možnostech financování se přes kapitálový trh, zpřístupnění překladů právních předpisů upravujících kapitálový trh do anglického jazyka.

Vláda České republiky je názoru, že provedení těchto opatření pomůže rozvinout kapitálový trh v České republice, a proto by měla být vynaložena maximální možná snaha k jejich naplnění do roku 2023. Za tímto účelem pověřuje Ministerstvo financí, aby koordinovalo rozvoj českého kapitálového trhu a podávalo vládě každý rok do 31. prosince zprávu o tom, jak se daří jednotlivá opatření naplňovat a k jakým změnám došlo za posledních 12 měsíců ve sledovaných ukazatelích (tržní kapitalizace Burzy cenných papírů Praha a objemy obchodů na ní, způsob financování českých podniků a složení úspor českých domácností).

Úvod

Tato koncepce přijatá vládou České republiky (dále též „**ČR**“) usiluje o podporu udržitelného hospodářského růstu a zvyšování konkurenceschopnosti ekonomiky naší země prostřednictvím dobře fungujícího kapitálového trhu. Dobře fungující kapitálový trh je jedním z pilířů národního hospodářství a má přímý dopad na hospodářský růst i na tvorbu kvalitních pracovních míst. Silný kapitálový trh podporuje rozvoj národního hospodářství prostřednictvím efektivní alokace kapitálu (cizího i vlastního), který lze použít k financování podnikatelských aktivit, vytváření pracovních míst s vyšší přidanou hodnotou, budování infrastruktury a financování inovačních nápadů. Proto zdravý kapitálový trh přispívá ke zvyšování konkurenceschopnosti země a je odrazem vyspělosti národní ekonomiky.

Záměrem této koncepce je zejména zhodnotit aktuální stav kapitálového trhu v ČR, identifikovat oblasti s největším potenciálem ke zlepšení a přijmout v těchto oblastech adekvátní opatření. Také je třeba se zamyslet nad základními principy tvorby regulatorního prostředí v oblasti investování a podnikového financování. To vše by mělo přispět k vybudování silného, zdravého a konkurenceschopného kapitálového trhu v ČR.

Příprava této koncepce byla koordinována Ministerstvem financí ČR (dále též „**MF ČR**“), nicméně primárně se vycházelo z podnětů zástupců kapitálového trhu (zejména Asociace pro kapitálový trh ČR - dále též „**AKAT**“, Burzy cenných papírů Praha - dále též „**BCPP**“ a Czech Private Equity and Venture Capital Association - dále též „**CVCA**“), což odpovídá principu „zdola nahoru“ popsanému dále. Tyto podněty byly následně diskutovány v širším okruhu zainteresovaných osob (zahrnujícím například zástupce Hospodářské komory ČR - dále též „**HK ČR**“, Asociace penzijních společností ČR - dále též „**APS ČR**“, či České národní banky - dále též „**ČNB**“), podrobeny kritickému hodnocení a případně zohledněny při tvorbě této koncepce či odloženy k dalším diskusím. Do přípravy této koncepce byla zapojena i Světová banka (s využitím financování poskytnutého Evropskou komisí v rámci programu na podporu strukturálních reforem), která provedla vlastní nezávislou analýzu kapitálového trhu v ČR, včetně mezinárodní komparace, a vydala řadu doporučení ke zlepšení jeho fungování. Snahou při přípravě této koncepce bylo dosažení co nejširšího možného konsensu, jak v rámci identifikace konkrétních problémů, tak ohledně způsobů jejich řešení, nicméně je nutno konstatovat, že ne všechny návrhy byly do této koncepce zahrnuty¹. I z tohoto důvodu se navrhuje tuto koncepci průběžně revidovat a dle potřeby doplňovat o další vhodná opatření.

¹ Vzhledem k tomu, že řada z předložených návrhů má úzkou vazbu na problematiku, které jsou koncepčně řešeny v rámci jiných samostatných platform, je snahou soustředit se v této koncepci primárně na ty návrhy, které by se s již existujícími platformami pokud možno nepřekrývaly, případně se zaměřit na ty aspekty návrhů, které nejsou těmito samostatnými platformami dostatečně pokryty (s ohledem na jiné priority těchto platform, než je rozvoj kapitálového trhu v ČR), anebo na tyto platformy v této koncepci alespoň odkázat, aby byl zdůrazněn jejich význam i pro rozvoj kapitálového trhu v ČR. Typickým příkladem takových problematik je:

- reforma důchodového systému, která byla dlouhodobě diskutována v rámci tzv. důchodových komisí (<http://www.duchodova-komise.cz/>; <https://www.mpsv.cz/cs/2228>),
- aktuálně probíhající revize Národní strategie finančního vzdělávání (<http://www.mfcr.cz/cs/o-ministerstvu/verejne-diskuze/2017/konzultace-k-revizi-narodni-strategie-fi-29322>, <https://www.mfcr.cz/cs/o-ministerstvu/verejne-diskuze/2018/navrh-revidovane-narodni-strategie-finan-31870>),
- diskuse o Strategii vlastnické politiky státu (<http://www.mfcr.cz/cs/aktualne/tiskove-zpravy/2017/mf-odmita-deklarovane-duvody-neschvaleni-27321>),
- záměr vytvoření fondu fondů Evropského investičního fondu (<https://www.mpo.cz/cz/podnikani/financi-nastroje/eif/fond-fondu-op-pik--234577/>),

Proč je nutné přijmout tuto koncepci rozvoje kapitálového trhu v ČR

Každá ekonomika by měla mít svoji strategii rozvoje kapitálového trhu, ať již jde o ekonomiku rozvinutou či rozvíjející se. Kupříkladu strategie rozvoje kapitálového trhu (či finančního trhu obecně) byly přijaty v posledních několika letech v celé řadě zemí, jako jsou například Irsko², Lucembursko³, Slovensko⁴, Bulharsko⁵, Maďarsko⁶ nebo Lotyšsko⁷.

V ČR zatím podobná dlouhodobá strategie neexistuje, nebereme-li v potaz doporučení Národní ekonomické rady vlády z roku 2011⁸ či iniciativu Česká republika - finanční centrum Evropy⁹. Zavedení dlouhodobé strategie pro rozvoj kapitálového trhu je v souladu se závěry zprávy Vienna Initiative přijaté v březnu 2018¹⁰, zprávy AFME z listopadu 2016¹¹ či zprávy Evropské komise z listopadu 2016¹², které dospěly k závěru, že kapitálové trhy v zemích střední a východní Evropy jsou nedostatečně rozvinuté. Evropská komise se snaží o rozvoj kapitálových trhů v celé Evropské unii (EU) od února 2015 v rámci tzv. Unie kapitálových trhů¹³ (CMU, *Capital Markets Union*).

Tato koncepce je též v souladu s analýzou Světové banky¹⁴ z října 2017, týkající se kapitálového trhu v ČR, která doporučuje řadu opatření, jak dosáhnout jeho rozvoje (příprava této zprávy byla financována na žádost ČR Evropskou komisí v rámci přípravy Programu na podporu strukturálních reforem, SRSP¹⁵).

Všechny tyto iniciativy jsou založené na premise, že neexistence základní vize ČR pro kapitálový trh snižuje efektivitu zapojení kapitálového trhu do rozvoje reálné ekonomiky, což má za následek, že není plně využit potenciál růstu hrubého domácího produktu (HDP) ČR.

-
- revize v oblasti daní (<https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/dane/moje-dane/aktualni-informace>, <http://www.mfcr.cz/cs/o-ministerstvu/verejne-diskuze/2016/verejna-konzultace-k-prvnim-resenim-pro-26405>),
 - transpozice směrnice o dlouhodobém zapojení akcionářů (<https://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/bankovnictvi-a-platebni-sluzby/platebni-sluzby-a-vyporadani-obchodu/aktuality/2017/konzultace-ke-smernici-o-podpore-dlouhod-29423>, <https://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/bankovnictvi-a-platebni-sluzby/platebni-sluzby-a-vyporadani-obchodu/aktuality/2017/vyhodnoceni-konzultace-ke-smernici-o-pod-30027>, <https://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/bankovnictvi-a-platebni-sluzby/platebni-sluzby-a-vyporadani-obchodu/aktuality/2018/konzultace-ke-kapitolam-ia-a-ib-smernice-31586>) či
 - revize v oblasti účetnictví.

² <http://www.finance.gov.ie/what-we-do/international-financial-services/>

³ <http://www.luxembourg.public.lu/en/publications/k/LFF-luxfin-2020-EN-2016/index.html>

⁴ <http://www.rokovania.sk/Rokovanie.aspx/BodRokovaniaDetail?idMaterial=23437>

⁵ <https://abanksb.bg/downloads/Strategy-Development-Bulgarian-Capital-Market-EN.pdf>

⁶ <https://www.bse.hu/About-Us/About-Budapest-Stock-Exchange/BSE-Strategic-Report-2017>

⁷ http://www.fm.gov.lv/en/s/financial_market_policy/financial_sector_development_plan/

⁸ <https://www.vlada.cz/scripts/detail.php?id=82538&tmplid=50> (str. 177-198 Rámce strategie konkurenceschopnosti)

⁹ https://ekonomika.idnes.cz/financnici-chteji-udelat-z-ceska-centrum-evropskych-fondu-a-vydelat-112-eko-zahranicni.aspx?c=A130129_205431_eko-zahranicni_brd_čj_8594/2012 - KVÚ

¹⁰ <https://www.imf.org/en/News/Articles/2017/03/06/PR1773-Vienna-Initiative-New-Working-Group-on-Capital-Markets-Union-for-CESEE-Region>; <http://vienna-initiative.com/full-forum-2018/>

¹¹ <https://www.afme.eu/en/news/press-releases/20162/deeper-capital-markets-in-cee-countries-could-unlock-200-billion-in-capital/>

¹² https://www.bet.hu/pfile/file?path=/site/Kepek/KKV-konferencia/01_-_Niall_Bohan_European_Commission.pdf

¹³ https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union_cs

¹⁴ <http://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/kapitalovy-trh/podnikani-na-kapitalovem-trhu/2017/zprava-svetove-banky-o-kapitalovem-trhu-29766>

¹⁵ https://ec.europa.eu/info/funding-tenders/funding-opportunities/funding-programmes/overview-funding-programmes/structural-reform-support-programme-srsp_en

Vize

Má-li tato koncepce přinést skutečnou změnu ve zvýšení efektivnosti kapitálového trhu, je nutné především stanovení jasné národní vize pro rozvoj a fungování kapitálového trhu v ČR a důsledné dodržování takové vize. K tomu je potřeba vyhodnocení současného stavu a navržení souboru opatření, kterými lze stanovenou vizi naplnit.

Vizi této koncepce rozvoje kapitálového trhu v ČR je dosáhnout u následujících ukazatelů průměru Evropské unie:

- Zvýšení tržní kapitalizace BCPP (s ohledem na nové kotace a vyřazení titulů z obchodování)
- Zvýšení objemu obchodů na BCPP
- Změna financování českých podniků ve prospěch nebankovního financování (zejména navýšení objemu emisí korporátních dluhopisů)
- Změna složení úspor domácností od ukládání na bankovní účty ve prospěch kapitálového trhu

Jak dosáhnout stanovené vize

- Prozkoumat, jaká je struktura soukromého sektoru, včetně organizace infrastruktury a tržních operací.
- Identifikovat oblasti s největším potenciálem ke zlepšení fungování kapitálového trhu v ČR vhodné pro revizi právní úpravy.
- Navrhovat a uskutečnit konkrétní reformní opatření podle konkrétního časového harmonogramu (plán opatření).
- Provádět jednou ročně komplexní revize aktuálního stavu výše definovaných ukazatelů, jednotlivých opatření a regulatorního prostředí kapitálového trhu v ČR, zejména se zaměřením na tzv. národní úpravu (tj. úpravu, která není povinnou implementací práva EU).
- Po uplynutí pěti let od schválení této koncepce, revidovat aktuální stav a koncepci aktualizovat.

1. Význam kapitálového trhu pro národní hospodářství

Dobře rozvinutý kapitálový trh je zásadním mechanismem pro efektivní fungování tržní ekonomiky, protože propojuje úspory domácností (nabídku kapitálu) a poptávku podniků (reálné ekonomiky) po kapitálu. Prospívá tak ekonomice státu jako celku i všem svým účastníkům, tj. domácnostem, podnikům a finančním zprostředkovatelům. Zároveň činí ekonomiku více odolnou vůči vnějším vlivům a umožňuje rychlejší zotavení ekonomiky v případě finanční krize oproti ekonomice závislé převážně na bankovním financování.

Kapitálový trh je trhem s dlouhodobými finančními nástroji (se splatností delší než 1 rok), který hraje podstatnou roli při alokaci a distribuci kapitálu a podporuje tak produktivitu a ekonomický růst dané země. Základní funkcí kapitálového trhu je co možná nejefektivnější distribuce kapitálu od osob, které jej mají nadbytek a v dohledné době jej nebudou potřebovat (typicky domácnosti a jejich úspory na stáří a jiné dlouhodobé cíle, například vzdělání či budoucí zabezpečení dětí), k osobám, které jej potřebují (typicky podniky a státní rozpočet). Fungující kapitálový trh prospívá nejen všem jeho účastníkům, ale i ekonomice jako celku.:

1) Přínosy pro **domácnosti** – kapitálový trh pomáhá zhodnotit úspory domácností. Na rozvinutých kapitálových trzích, jež se nacházejí zejména v USA a dalších vyspělých zemích (např. zemích západní Evropy), mají domácnosti výběr z větší nabídky produktů, díky kterému mohou lépe rozložit investiční riziko a mají také více příležitostí k dosažení vyššího zhodnocení svých úspor a přitom mohou investovat primárně do národní ekonomiky (*home biased*). Na rozvinutých kapitálových trzích také existuje větší konkurence a moderní tržní infrastruktura, díky níž jsou investice pro domácnosti dostupné s nižšími poplatky. Možnost zvolit si způsob spoření je také důležitá k vytvoření adekvátních penzí. Se stárnutím populace (vyšší podíl důchodců ve vztahu k ekonomicky aktivnímu obyvatelstvu) se stává zapojení domácností do investic na kapitálových trzích nezbytným doplňkem státního důchodového zabezpečení, kdy stávající 1. pilíř (*pay as you go*) není dlouhodobě udržitelný. Souhrnně řečeno, občané zemí s méně rozvinutými kapitálovými trhy se nemohou srovnávat s ekonomickým výkonem domácností západní Evropy a nemají řadu příležitostí, jako v jiných vyspělých státech, k nastřádání si prostředků na penzi.

2) Přínosy pro **podniky** – rozvinutý kapitálový trh zvyšuje efektivitu podniků, a tím i jejich konkurenceschopnost, a to i na mezinárodní úrovni. Podniky mohou k financování svého dluhu využívat kapitálový trh jako alternativu bankovního financování, čímž mohou dosáhnout větší svobody podnikání (nemusí plnit různé kovenanty běžné u bankovních úvěrů) a lepšího *cash flow* (u dluhopisů se na rozdíl od úvěrů nesplácí jistina průběžně, ale až při splatnosti, což se u dluhopisů řeší zpravidla novou emisí dluhopisů k refinancování dluhu), úspory nákladů nebo mohou uskutečnit investice, které banka z nějakého důvodu odmítá podpořit.¹⁶ Díky tomu mohou rychleji inovovat své produkty a expandovat na domácím i zahraničním trhu. Podniky také mohou lépe diverzifikovat svou kapitálovou strukturu, díky čemuž mohou být lépe připraveny na ekonomické výkyvy a refinancování svých dluhů. Kapitálový trh také představuje ekonomicky nejvýznamnější zdroj externího financování vlastním kapitálem, nicméně je významný i pro financování cizím kapitálem (dluhem).

¹⁶ Například v zahraničí se velmi osvědčilo poskytování úvěrů investičními fondy, tzv. „*private debt*“, kdy investiční fondy umí poskytnout financování rychleji než banky, což může být v některých situacích velmi důležité; navíc umí nabídnout i podmínky financování, které by banka nabízející standardizované produkty nabídnout neuměla; i v rámci projektu Unie kapitálových trhů se zkoumají tzv. *debt originating funds*.

3) Přínosy pro *finanční zprostředkovatele* - obsluhou investorů a podniků získávají úplaty za své služby (za přidanou hodnotu); při pohledu na rozvinuté finanční ekonomiky, jako je třeba Malta, Lucembursko nebo Irsko, je zřejmé, že růst odvětví finančního zprostředkování není limitován velikostí dané ekonomiky nebo velikostí území státu, a to zejména z toho důvodu, že kapitál snadno přechází přes hranice a jeho přeshraniční správa je celkem snadná. A tak v rozsahu, v němž infrastruktura kapitálového trhu slouží nejen potřebám obyvatelstva, ale i regionálnímu nebo globálnímu finančnictví, se samotné odvětví kapitálového trhu stává přidanou hodnotou pro ekonomiku dané země, neboť zvyšuje zaměstnanost a růst.

4) Přínosy pro *stát* – Vzhledem k výše uvedeným přínosům pro domácnosti a podniky má dobře fungující kapitálový trh přímý a pozitivní vliv na investice a zaměstnanost a v důsledku toho na růst HDP. Rozvinutý kapitálový trh je také důležitý pro renomé státu v zahraničí a pro zvýšení zahraničních investic. Získání statusu „rozvinutého kapitálového trhu“ dle metodiky MSCI¹⁷ napomáhá k přilákání více zahraničních portfoliových investic a podporuje zvýšení přímých zahraničních investic, neboť poskytuje strategii odchodu (exitu) pro tyto investice. I státem ovládané společnosti mohou využít kapitálového trhu ke svému financování vydáváním dluhopisů.

Kapitálové trhy navíc hrají nezastupitelnou roli z hlediska financování státu prostřednictvím státních dluhopisů. Je v zájmu státu, aby byly trhy se státními dluhopisy a dalšími aktivy dostatečně likvidní ve všech fázích hospodářského cyklu, a tak zajišťovaly hladké financování a rovněž indikaci očekávání trhu ohledně vývoje úrokových sazeb, ekonomické aktivity a kredibility státu jako emitenta. Je také podstatné, aby byly na likvidním trhu obchodovány státní dluhopisy s různou dobou splatnosti a aby tak bylo možné modelovat tzv. výnosovou křivku¹⁸, která je základem pro oceňování investic a pomáhá investorům a veřejným institucím předvídat ekonomický vývoj.

Současně státní dluhopisy jsou všeobecně přijímaným kolaterálem sloužícím k zajištění repo obchodů. V květnu 2018 činil rating ČR u agentury Moodys A1 s pozitivním výhledem, u agentury Standard & Poor's AA se stabilním výhledem a u agentury Fitch A+ s pozitivním výhledem. Rating ČR slouží mimo jiné i jako strop pro rating korporátních emitentů (žádný emitent nemůže mít vyšší rating než země, v níž má sídlo; výjimkou jsou jen kryté dluhopisy či strukturované finanční produkty). Ratingové agentury oceňují zejména zdravé veřejné finance, nízkou úroveň zadlužení, celkový růst ekonomiky, robustní institucionální uspořádání podepřené členstvím země v EU a přebytek hospodaření celého sektoru vládních institucí. Výborný rating ČR dává možnost i českým podnikům zajistit si levnější financování emisemi korporátních dluhopisů oproti situaci, kdy by ČR tak vysokého ratingu nedosahovala.

Kapitálový trh má také zásadní roli v zajišťování diverzifikace zdrojů financování a větší odolnosti ekonomiky proti dopadům systémového rizika skrz jeho rozproštění napříč jednotlivými aktéry. Z tohoto hlediska můžeme definovat dva extrémy - tzv. *bank-based economy* (tj. ekonomika založená primárně na financování prostřednictvím bankovních úvěrů; do této kategorie patří mnoho zemí kontinentální Evropy) a *market-based economy*¹⁹ (tj. ekonomika založená primárně na financování prostřednictvím kapitálových trhů; mezi příklady patří USA a Velká Británie). Rozdíl spočívá v tom, že evropské podniky (reálná ekonomika) se financují spíše prostřednictvím bankovních úvěrů, zatímco anglo-americké podniky spíše prostřednictvím kapitálového trhu. Nelze jednoznačně říci, že by

¹⁷ MSCI index je ukazatel výkonu akciových trhů v jednotlivých oblastech a jejich klasifikace je odstupňována od kategorie „*developed market*“ (rozvinutý trh), „*emerging market*“ (rozvíjející se trh), „*frontier market*“ (nejméně rozvinutý trh) a „*not rated*“ (neklasifikován).

¹⁸ Výnosová křivka představuje grafické znázornění závislosti výnosu do doby splatnosti skupiny dluhopisů, která je homogenní z hlediska rizika a likvidity

¹⁹ Viz například analýzu v Zelené knize o vytváření Unie kapitálových trhů z února 2015, dostupná zde: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-4433_cs.htm

některý z těchto způsobů financování reálné ekonomiky byl lepší než ten druhý. Ekonomiky s výraznou převahou bankovního sektoru se však potýkají s řadou nevýhod, které by bylo možné odstranit postupným přechodem na vyváženější mix těchto dvou systémů, ve kterém se výhody obou systémů vzájemně doplňují. Takový mix je obecně považovaný za vhodnější a je v souladu s projektem Unie kapitálových trhů Evropské komise.

Mezi slabiny čisté varianty *bank-based economy* patří naprostá závislost firem na financování ze strany bank. Zejména tak hrozí potenciální nedostatek úvěrů pro malé a střední podniky a riziko nákladné sanace bankovního sektoru v případě finanční či hospodářské krize nebo excesivního poskytování rizikových úvěrů. Závislost podniků na financování z vlastních zdrojů nebo bankovních úvěrů může negativně ovlivňovat rozhodnutí managementu a následný vývoj firmy. Podle studie AIMA²⁰ vede vstup firmy na kapitálový trh k značnému růstu jeho obratu, aktiv a zaměstnanosti. Naopak, v situaci, kdy jsou firmy závislé na bankovním financování, mají bankovní domy často vyšší nároky na řízení rizik. To znamená, že subjekt žádající o úvěr mnohdy přáním banky přizpůsobuje své podnikatelské plány, krotí růstové ambice a omezuje rizikové investice s vyšším výnosem. S tématem *bank-based economy* úzce souvisí také vzájemná závislost mezi bankami a státem, tzv. „*bank-sovereign loop*“²¹. Ta znamená, že pokud se stát dostane do závažných finančních problémů a musí odepsat část svého dluhu, jsou silně postiženy banky (především domácí), které jsou hlavními držiteli státního dluhu. Banky v tomto případě čelí vysokým ztrátám spojeným s odpisem svých aktiv. To se následně může projevit snížením úvěrové aktivity a v nejhorším případě i úpadkem bank. Obecně můžeme dle studie Banky pro mezinárodní platby (BIS) považovat *market-based* model za odolnější vůči finančním krizím oproti *bank-based* modelu²². Nejvhodnějším řešením se ale jeví kombinace obou modelů, která limituje nevýhody *bank-based* modelu, současně ale neznamená diskontinuitu historické zkušenosti a tradic a změnu celospolečenského myšlení.

V součtu tedy kapitálový trh poskytuje důležité výhody všem účastníkům. Investorům přináší možnost efektivního zhodnocení akumulovaných finančních aktiv, podnikům přináší možnost financovat i rizikovější projekty, snížit svou závislost na bankovním financování a diverzifikovat svou kapitálovou strukturu a státu přináší rychlejší rozvoj ekonomiky, vyšší počet pracovních míst s vysokou přidanou hodnotou a nižší rizika pro státní rozpočet v případě bankovní krize. Z těchto důvodů by měla každá vláda usilovat o dobré fungování kapitálového trhu ve své zemi.

2. Potřeba rozvoje kapitálového trhu v České republice

Vzhledem k výhodám, které by mohl dobře fungující kapitálový trh v ČR přinést, je potřeba se věnovat aktuálnímu stavu kapitálového trhu v ČR. Vláda ČR se domnívá, že kapitálový trh v ČR v současnosti neplní dostatečně svou hlavní funkci, tj. efektivní alokace volných finančních zdrojů od investorů směrem k podnikům poptávajícím kapitál. Úlohu hraje zčásti fáze hospodářského cyklu, ve které se nacházíme – většinu firem zdánlivě „netlačí“ potřeba externího kapitálu, popřípadě v době vysoké bankovní likvidity a nadále nízkých úrovních úrokových sazeb poměrně snadno získají bankovní úvěr. Navíc je investiční aktivita podniků silně podporována dotačními tituly Evropské unie. Toto pro firmy pozitivní klima se však v blízké budoucnosti může změnit s vyššími úrokovými sazbami a

²⁰ http://www.europeanissuers.eu/_lib/newsflash/research_paper_-_release_version_-_march_2014.pdf

²¹ <https://www.imf.org/en/Publications/Departmental-Papers-Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Ireland-Lessons-from-Its-Recovery-from-the-Bank-Sovereign-Loop-43361>

²² Financial Structure and Growth (BIS, 2014)

nižšími dotacemi z EU. Stát musí být na tyto změny připraven. I z tohoto důvodu je nezbytné přijmout koncepci rozvoje kapitálového trhu v ČR. Zpráva Světové banky navíc uvádí, že v současnosti kapitálový trh v ČR dostatečně nepodporuje ambice české ekonomiky přidat se k rozvinutější polovině členských států EU. V souladu s ambicí vlády k přechodu na vysoko-příjmovou ekonomiku je tedy nezbytné věnovat větší pozornost také rozvoji kapitálových trhů.

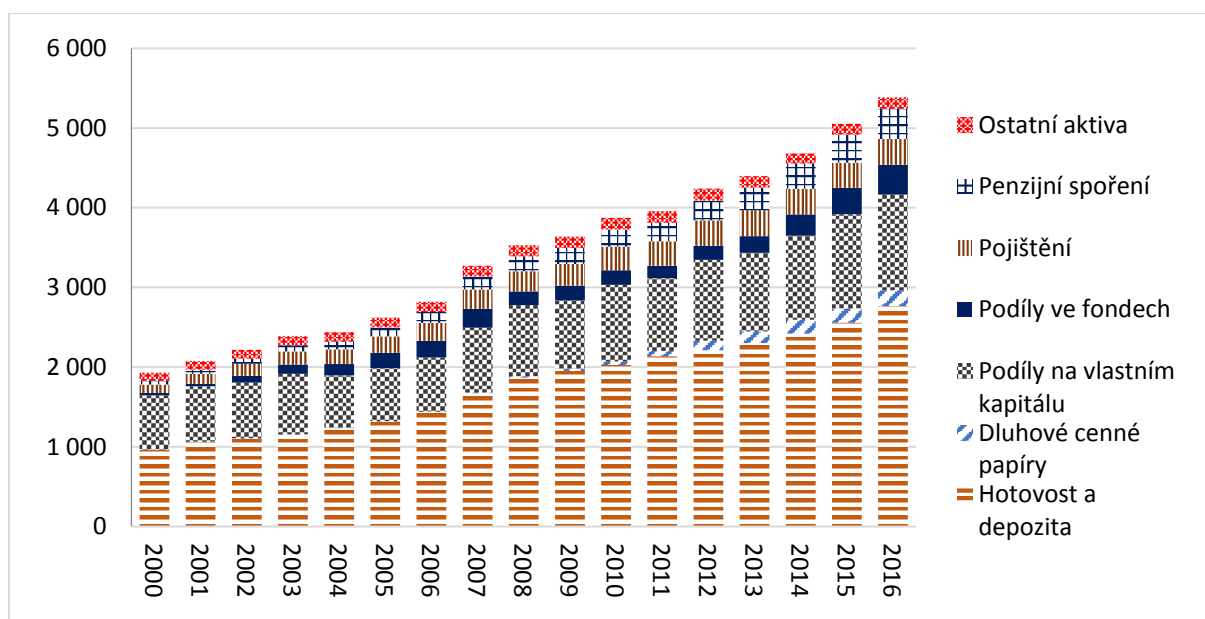
Současný stav českého kapitálového trhu se jeví být poháněn třemi hlavními strukturálními faktory: (1) konzervativní rozložení aktiv domácností a nízké úspory na stáří, (2) nedostatečné povědomí společností o možnosti získávání finančních prostředků prostřednictvím kapitálového trhu, či zájem o takový způsob financování, a (3) malá nabídka investičních nástrojů obchodovaných na BCPP, která je pro svou lokální blízkost, absenci kurzového rizika a předávání informací v češtině pro české investory první logickou volbou pro přímé investice na kapitálovém trhu.

2.1 Konzervativní směřování českých portfolií

České domácnosti jsou při alokaci svých úspor velmi opatrné. Drží své prostředky především ve finančních produktech, které jim neumožňují efektivně zhodnocovat akumulované prostředky (např. na důchod). I v důsledku toho bohatství českých domácností zaostává za jejich západními sousedy, navzdory vysoké míře úspor (jedné z nejvyšších v EU).

Míra úspor v české ekonomice je poměrně vysoká, mezi evropskými státy je ČR třetí s podílem úspor na hrubém národním důchodu (GNI) ve výši 28,7 %. Dle výpočtů Světové banky tak česká ekonomika vytvoří za rok přibližně 1,236 bilionu Kč hrubých úspor. Jen nepatrná část těchto úspor se však dostane na kapitálový trh. Důvodem je především velmi konzervativní investiční výhled českých domácností, který se během posledních 16 let zásadně nezměnil. Jak je patrné z grafu 1, aktiva českých domácností vzrostla z 2 bilionů Kč v roce 2000 na 5,4 bilionů Kč v roce 2016. Zdaleka největší část prostředků drží domácnosti v hotovosti, na bankovních účtech a vkladech (51 % v roce 2016). Nezanedbatelnou část agregovaných aktiv domácností (konkrétně 18,3 % v roce 2016) představují akcie a ostatní majetkové účasti. Akcie kótované na BCPP však tvoří jen 6,2 % této položky, tedy pouhých 1,1 % aktiv domácností. Dluhové cenné papíry jsou zastoupené o něco více a tvoří 3,9 % aktiv domácností. V investičních fondech mají české domácnosti uloženo 7,3 % svých aktiv. Celkový podíl aktiv domácností, které byly vloženy do akcií obchodovaných na burze, dluhových cenných papírů a investičních fondů (to znamená do tradičních produktů kapitálového trhu) byl tedy 12,3 %. Jak uvádíme dále, tyto hodnoty nejsou ve srovnání s jinými zeměmi EU příliš vysoké. Podobná aktiva navíc v dnešní době typicky drží spíše domácnosti s vyššími příjmy, proto můžeme konstatovat, že mezi aktivity nízko-příjmových nebo středně-příjmových domácností tato aktiva dosud nejsou dostatečně zastoupena.

Graf 1 Aktiva českých domácností (mld. Kč)



Zdroj: Eurostat

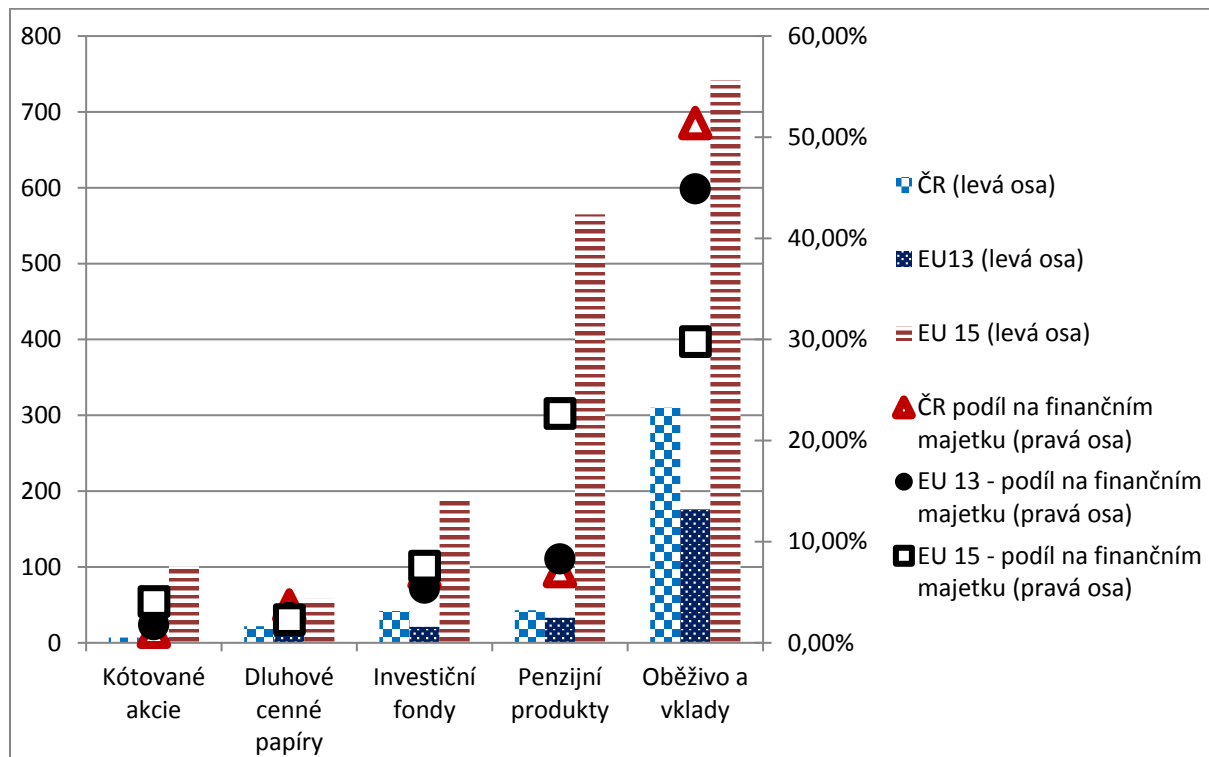
Tyto úspory a investiční vzory (při investování na kapitálovém trhu) mají přímý vliv na schopnost shromažďování majetku průměrného občana ČR. Tento způsob investování vede ke schopnostem národů konvergovat směrem k ekonomické úrovni západních států, zvláště k těm více rozvinutým členským státům Evropské unie, což je stanovený cíl vlády.²³ V současnosti vlastní průměrný Čech finanční majetek ve výši přibližně 600 tis. Kč, zatímco průměrný Evropan se může chlubit aktivy ve výši více než 2 miliony Kč.

Jak již bylo diskutováno výše, je z grafu č. 2 patrné, že typický Čech má v hotovosti a depozitech uloženo více než polovinu svého majetku, zatímco typický Evropan z EU 13 (tzv. „východní státy EU“, které rozšířily Evropskou unii po roce 2004) má takto alokovaných 44,9 %. Oproti tomu Evropan z EU 15 (tzn. ze členských států Evropské unie, které byly členy EU již před rozšířením v roce 2004) má takto alokovaných dokonce jen 30 %. Z hlediska evropského srovnání je ČR pátá v Evropě v podílu investovaných úspor touto cestou, zatímco z hlediska držby rizikovějších aktiv je spíše na konci pomyslného žebříčku. Je zde tedy velká mezera v investování do dlouhodobých aktiv, která mohou přinášet vyšší výnos. Např. akcie kótované na burze tvoří jen 1,1 % majetku průměrného Čecha (v průměru tedy pouhých 7 tis. Kč), zatímco průměrný Evropan z EU 15 v nich akumuluje 101 tis. Kč (4,1 % svého finančního majetku) a i průměrný Evropan z EU 13 v nich procentuálně akumuluje o něco více (1,8 % svého finančního majetku). V absolutní hodnotě jsou však průměrný Čech a Evropan na přibližně stejné úrovni. Co se týče podílů prostředků v dluhopisech a podílových fondech, průměrný Čech si v porovnání s Evropany z EU 13 a EU 15 nevede špatně. V dluhopisech drží průměrný Čech dokonce o 1,4 % více než průměrný Evropan z EU 15, který v dluhopisech drží 2,3 %. Průměrný Evropan z EU 13 pak v dluhopisech drží 2,5 % svého finančního majetku. V investičních fondech naopak drží o něco větší procento průměrný Evropan z EU 15 s podílem 7,6

²³ Měření konvergence je poněkud problematické, protože současná struktura portfolií českých rodin nekoresponduje s portfolií typickými pro západní svět. Pro poskytnutí lepšího srovnání, jsme namodelovali distribuci aktiv pro typického občana těchto států pomocí průměrování.

% . Naproti tomu průměrný Čech v investičních fondech drží 7 % svého finančního majetku, což je ale také o 1,6 % více v porovnání s průměrným Evropanem z EU 13.²⁴

Graf 2 Srovnání majetku průměrného Čecha, Evropana z EU 13 a Evropana z EU 15



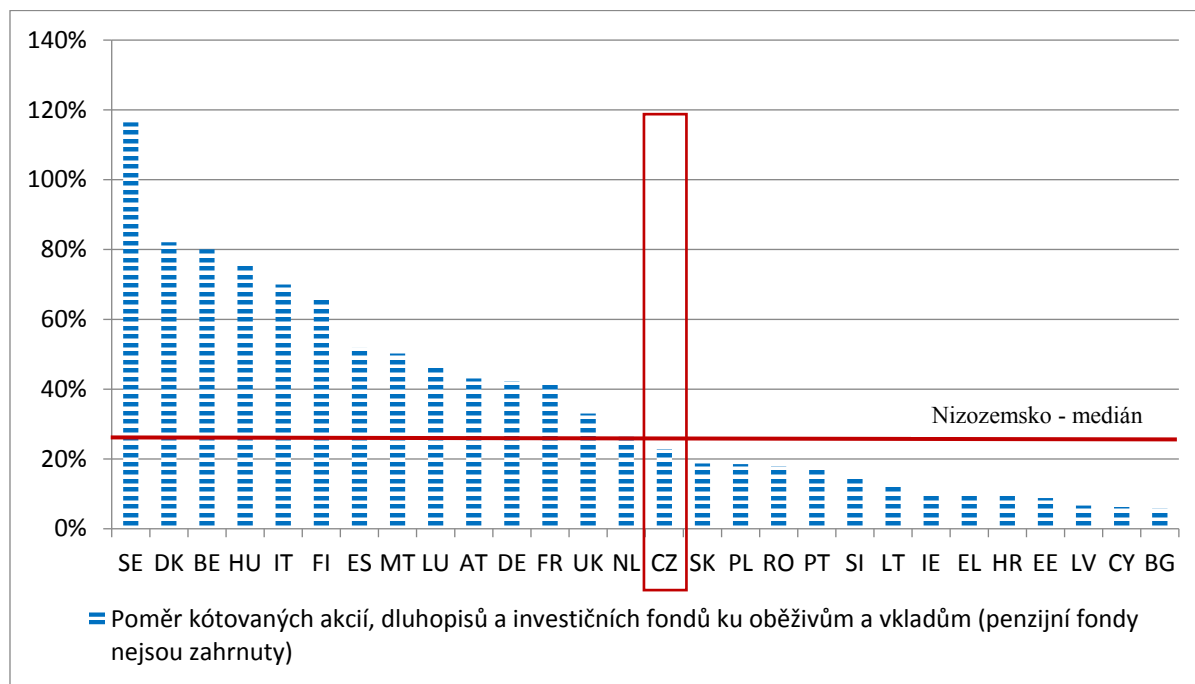
(v tis. Kč na levé ose, na pravé ose jako procento finančních aktiv)

Zdroj: analýza MFČR s využitím dat Eurostatu²⁵

²⁴ Samotné rozložení peněz mezi fondy je také poměrně konzervativní – dle zprávy Světové banky je pouze 19 % prostředků alokováno do akciových fondů, zatímco výrazně větší objem je ve smíšených (40 %) a dluhopisových fondech (35 %)

²⁵ Model bere v úvahu jen osoby ve věku 15 a více let, u osob mladších osob pracujeme s předpokladem, že disponují zanedbatelnou výší finančního majetku. Do modelu nejsou zahrnuty vlastnické podíly, peníze a standardizované záruky, a tudíž pravá osa nedosahuje 100 %.

Graf 3 Poměr kótovaných akcií, dluhopisů a investičních fondů k oběživům a vkladům



Zdroj: analýza MFČR s využitím dat Eurostatu

V penzijních produktech pak má průměrný Čech naspořeno třináctkrát méně než průměrný Evropan z EU 15 – v průměru 43 tis. Kč (7 %) oproti 565 tis. Kč (22,7 %). I pokud bychom do této kategorie přičetli životní pojištění, dostali bychom se na pouhých 12 % aktiv domácností oproti evropskému průměru, který je na úrovni 38 %. V porovnání s průměrným Evropanem z EU 13 v oblasti penzijních produktů má sice průměrný Čech v absolutní hodnotě naspořeno více (průměrný Evropan z EU 13 má naspořeno 33 tis. Kč), avšak v procentním vyjádření drží v penzijních produktech o 1,2 % méně.

Tato čísla jen potvrzují závěry studie českého kapitálového trhu Světové banky, která konstatuje, že na základě jejího modelu současná investiční rozhodnutí domácnosti mohou v rámci 3. pilíře důchodového systému zabezpečit pro české občany v průměru důchod rovný pouhým 15,8 % předdůchodového příjmu. To je jeden z příznaků závažného problému a zároveň podstatný argument pro další rozvoj českého kapitálového trhu a potřebu vyšší participace českých domácností na domácích i zahraničních investicích.

I když tyto problémy jsou dlouhodobějšího rázu a vyžadují pozornost, jako pozitivní lze vnímat vývoj objemu spravovaných aktiv na trhu zprostředkovatelských služeb, který potvrzuje rostoucí zájem o investiční fondy. Hodnota majetku spravovaného členy AKAT²⁶ vzrostla ze 715,8 mld. Kč v roce 2007 na 1,1496 bil. Kč v roce 2015. V domácích podílových fondech bylo v roce 2015 celkem 203,5 mld. Kč. Majetek ve fondech kvalifikovaných investorů činil na konci září 2015 celkem 68,5 mld. Kč a ve fondech určených pro veřejnost celkem 385,3 mld. Kč (z toho cca polovina zdrojů je zahraničních). Chtěli bychom touto koncepcí umožnit, aby pozitivní vývoj z posledních let měl co největší oporu v související legislativě a aby tak mohl přispívat k ekonomické konvergenci České republiky k průměru zemí EU.

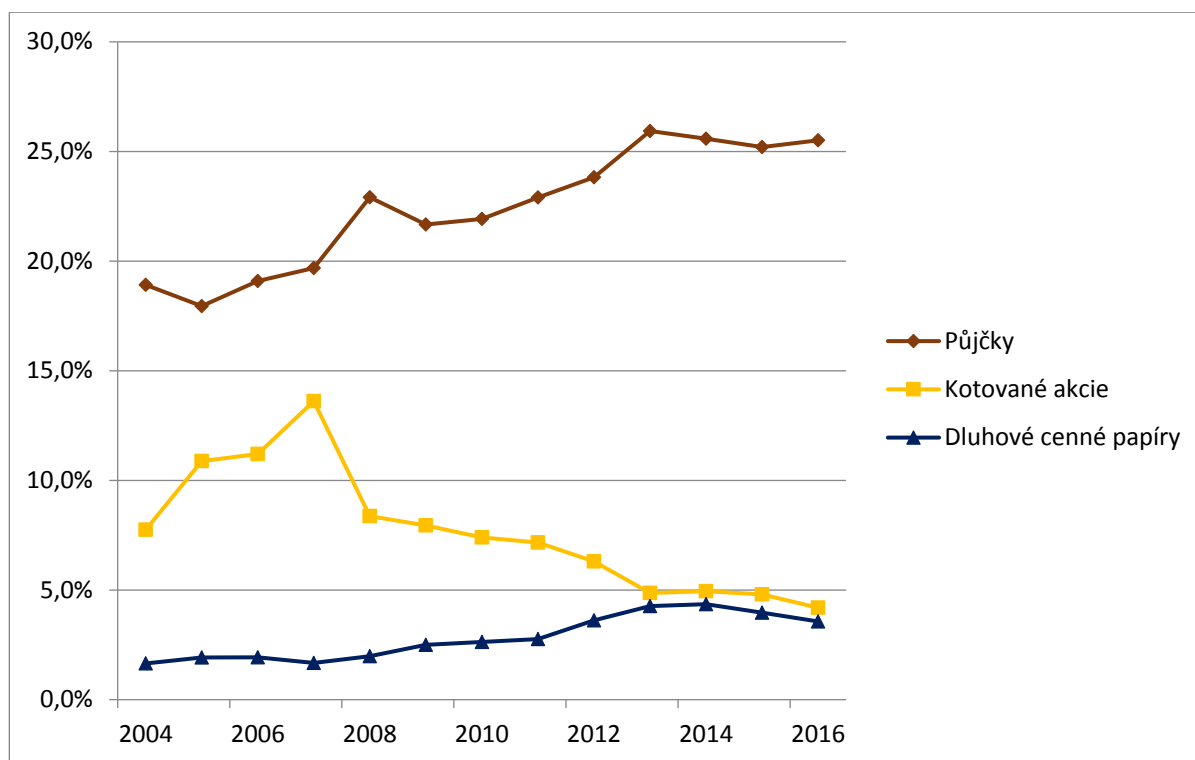
²⁶ Odhaduje se, že AKAT reprezentuje asi 95 % kapitálového trhu.

2.2 Nízké povědomí společností o výhodách financování pomocí kapitálového trhu

Burzovně obchodované akcie a dluhopisy zatím nehrají dostatečnou úlohu ve financování firem. Zvláště menší a střední podniky jsou velmi závislé na financování prostřednictvím zadržovaných zisků a bankovních úvěrů. Je třeba zatraktivnit další možnosti financování skrze kapitálový trh a systematicky zvyšovat povědomí firem o možnostech a výhodách diverzifikace finančních zdrojů.

Finanční systém ČR je banko-centrický; banky mají 74% podíl na aktivech finančního systému. ČR tak patří jednoznačně mezi *bank-based* ekonomiky s jejich nevýhodami popsány v předchozí kapitole. Důsledky můžeme vidět především v hlavních zdrojích financování českých podniků, které jsou v dnešní době značně závislé na (1) bankovním financování, (2) vlastních zdrojích a (3) dotacích z Evropské unie. Ve financování českých nefinančních firem tvoří půjčky 25.5 %, pohledávky jiných firem 28 %, nekótované akcie 28 % a jiné účasti na vlastním kapitálu 11 %. Mělo by být také poznamenáno, že podstatnou část posledních dvou zmiňovaných kategorií ale představují podíly zakládajících společníků, tedy financování získané interně. Český kapitálový trh zde hraje mnohem menší roli. Jak je možné vidět z grafu 4, dluhové cenné papíry slouží k financování pouhých 3.6 % operací firem. Akcie kótované na burze představují pouze 4,2 % firemního kapitálu, přičemž tato hodnota se za posledních 10 let výrazně snížila (na vrcholu v roce 2007 činila 13,6 %).

Graf 4 Financování českých nefinančních podniků (% aktiv)



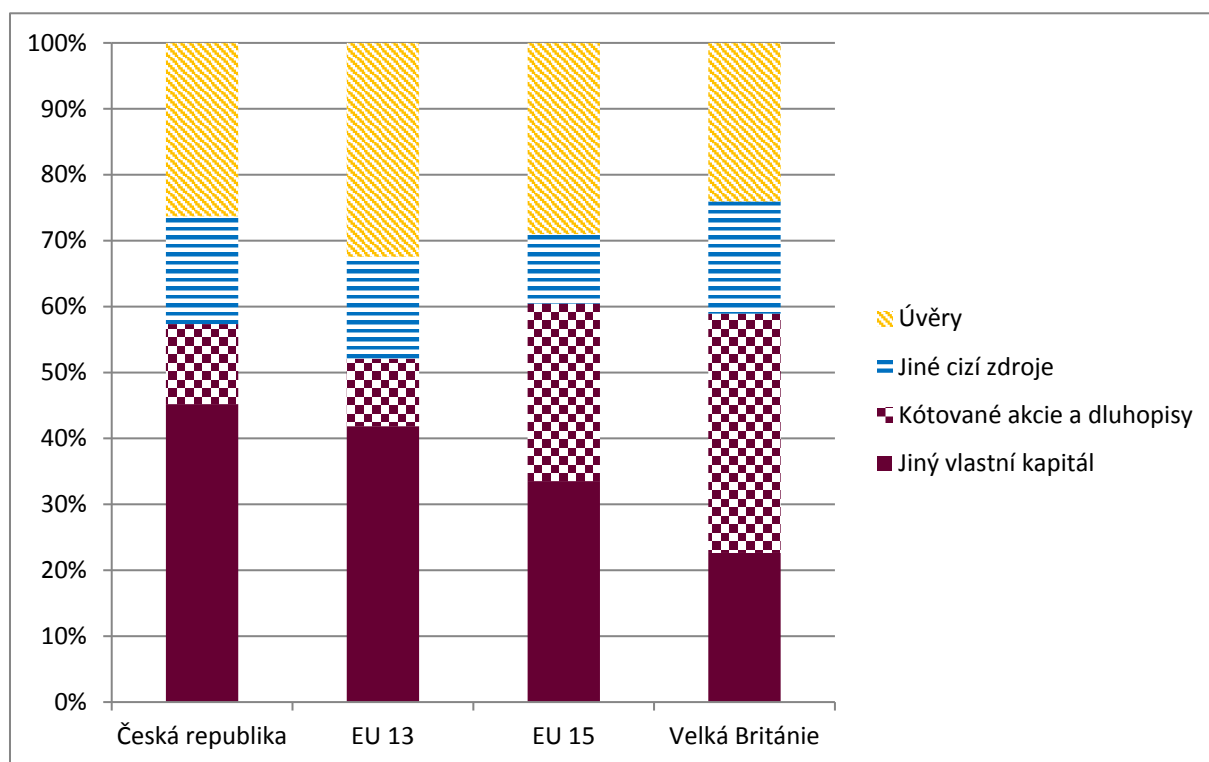
Zdroj: ČNB

Nedostatečná diverzifikace zdrojů financování českých podniků je více patrná v mezinárodním srovnání. Graf 5 ukazuje srovnání ČR s podobnými daty z EU 13, EU 15 a Velké Británie. Výsledky ukazují výrazný rozdíl mezi ČR, EU 15 a Velkou Británií, kdy podíl financování podniků v ČR prostřednictvím kótovaných akcií a dluhopisů je oproti EU 15 více než poloviční, a oproti Velké

Británii dokonce třetinový. V porovnání s podniky z EU 13 je na tom však ČR lépe, i když rozdíl není tak výrazný (3 %).

Většina kapitálových vkladů českých podniků pochází z vlastních zdrojů vlastníků a z reinvestovaných zisků a většina dluhového financování je získávána od bank. Společně to poukazuje na nedostatek zájmu českých podniků o vydávání akcií a dluhopisů, možná plynoucí z nedostatečné informovanost o tomto druhu financování.

Graf 5 Srovnání financování firem v ČR, EU 13, EU 15 a ve Velké Británii



Zdroj: analýza MFČR na základě dat Eurostatu

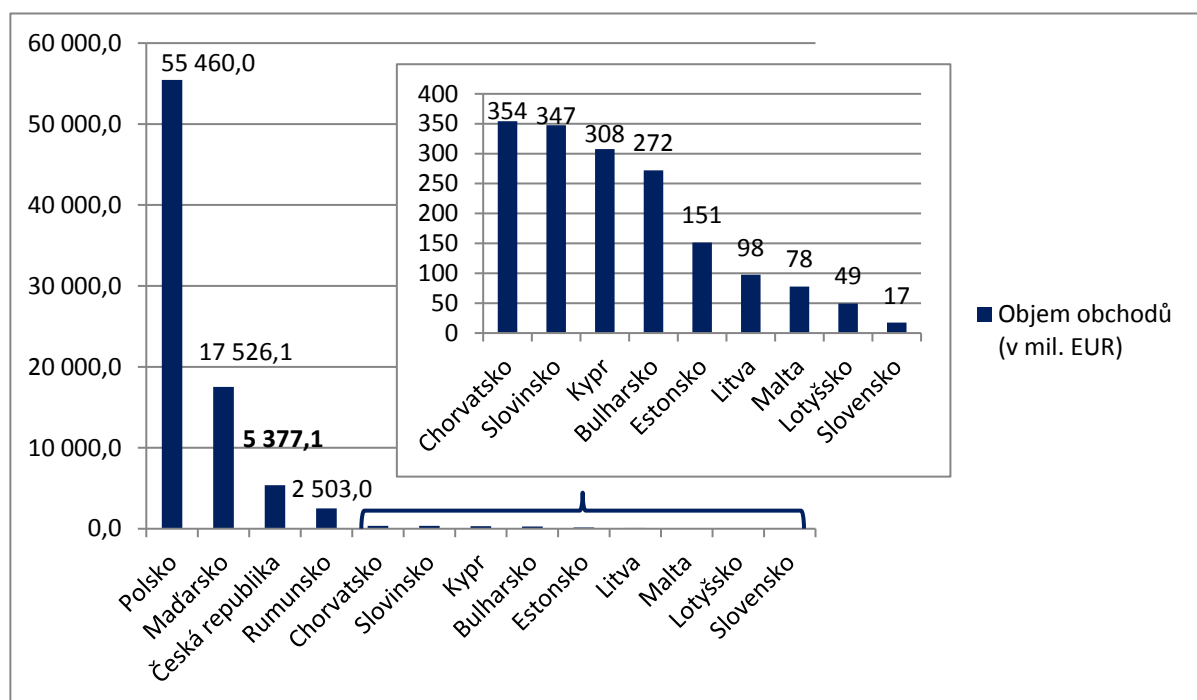
Zvláště vysokou závislost na bankovních úvěrech a vlastním financováním vykazují malé a střední podniky. Ekonomická analýza Evropské komise a výzkum HK ČR ukázaly, že mezi malými a středními podniky panuje malé povědomí o alternativních zdrojích financování a obecně o využívání externího financování. Mimoto je závažným problémem pro firmy zvažující emisi akcií nebo dluhopisů jsou podle diskuzí mezi Světovou bankou a aktéry na českém kapitálovém trhu náročné a nesystémově se měnící se regulační požadavky, které vstup na trh prodražují.

2.3 Slabá účast na regulovaných burzách

Český kapitálový trh se sice může zdát v mezinárodním srovnání malý a nelikvidní, avšak při porovnávání se státy z EU 13 se řadí jako nejlepší z hlediska tržní kapitalizace k HDP na hlavu a třetí z hlediska objemu obchodů. Dramatický pokles likvidity v posledních letech může ohrožovat zájem investorů a emitentů o vstup na trh a v důsledku toho i financování firem. Je nezbytné zvážit kroky potřebné ke zvýšení likvidity.

V porovnání s burzami států z EU 13 se BCPP řadí k těm nejlepším. V grafu 6 je možné vidět, že z hlediska objemu obchodů, které v roce 2017 dosáhly hodnoty 5 377,1 mil. EUR, se řadí hned na třetí místo za polskou (55 460 mil. EUR) a maďarskou burzu (17 256 mil. EUR), nicméně ve srovnání s nimi je stále výrazně nižší. Ostatní burzy států EU 13 nedosahují ani v součtu na objem obchodů, které jsou realizovány na české burze.

Graf 6 Srovnání objemu obchodů na jednotlivých burzách států EU13 v roce 2017



Zdroj: analýza MFČR na základě dat z výročních zpráv jednotlivých burz

Dalším faktorem, který poukazuje na určitou kvalitu BCPP, je například úspěšný vstup na burzu Monety Money Bank, která na ní působí od roku 2016. Její akcie se po té staly nejvýnosnějšími na trhu a přinesly na burzu potřebný vzruch. Vedení BCPP se dále snaží iniciovat aktivitu na burze např. novým projektem START, který se zaměřuje na malé a střední podniky. Během května 2018 vzrostl počet obchodovaných titulů na BCPP z 25 na 57 a tržní kapitalizace vzrostla z 62,7 mld. USD na 939,2 mld. USD²⁷.

Na druhou stranu, konzervativní investiční výhled českých domácností a malé povědomí českých společností o výhodách financování kapitálového trhu se také promítá do současného stavu BCPP. Ta se v porovnání se světovým průměrem potýká s nízkým počtem emisí, nízkou tržní kapitalizací, nízkým objemem obchodování a sektorovým složením, které nereflektuje strukturu české ekonomiky. Nejprůkaznějším ukazatelem výše zmíněných problémů je vyjádření tržní kapitalizace burzovních titulů k HDP. V porovnání se světovým průměrem a zejména pak se zeměmi s rozvinutým kapitálovým trhem je vidět, že ČR zaostává. Je zajímavé, jak diametrální rozdíl je v tržní kapitalizaci mezi rozvinutými zeměmi, jako například USA, Francie, Německo, a rozvíjejícími se zeměmi, jako je například Polsko a ČR. Nízký objem emisí a nízká tržní kapitalizace BCPP v porovnání se světovým průměrem mohou bránit růstu zájmu o investování do české ekonomiky ze strany zahraničních investorů. Náš trh je pro ně v tomto důsledku příliš malý, málo likvidní a těžko zařaditelný do diverzifikovaného portfolia aktiv. Dalším problémem, který je spojen s malou tržní kapitalizací, je i nedostatečná likvidita, která se nadto v posledních letech dále snižuje.

Problémy BCPP nejsou v problematice kapitálového trhu ČR zanedbatelné. Mohou výrazně odrazovat domácí a především zahraniční investory od investic do české ekonomiky. Rozvoj BCPP, zejména pak stimulace potenciálních prvotních emisí by vedla k zařazení ČR na seznam rozvinutých zemí MSCI.

²⁷ To bylo způsobeno primárně nesponzorovaným listingem (tj. listingem bez souhlasu emitenta) velkých společností typu Nestle, Shell, Deutsche Telekom, Unilever, Heineken, Volkswagen, Nokia, Volvo, Deutsche Bank apod.

To by nepochybně vedlo ke zvýšení zájmu o českou ekonomiku z pohledu zahraničních investorů a o příliv zahraničního kapitálu do českých společností. U dluhopisů k takovému zásadnímu poklesu nedošlo, objem obchodování však spíše stagnuje²⁸. Pozitivně lze hodnotit hodnotu dluhopisů emitovaných nefinančními podniky, která vzrostla ze 75,47 mld. Kč od konce roku 2007 na 340,37 mld. Kč na konci roku 2014. Hlavním emitentem na dluhopisovém trhu je stát, jehož dluhopisy měly ke konci roku 2015 hodnotu 1,612 bilionu Kč.²⁹

²⁸ Zde uvažujeme celkový objem dluhopisů v ČR. V roce 2013 jinak došlo k zásadní změně, při které byla většina dluhopisů přesunuta z burzy na OTC trh.

²⁹ Z čehož finanční instituce držely 59,89 %, 18,3 % drželi nerezidenti a 13,99 % činily zahraniční emise. Ostatní investoři drželi mnohem menší objem státních dluhopisů - domácnosti držely 3,91 % (63,1 mld. Kč), vládní instituce 2,69 %, nefinanční podniky 1,05 % a neziskové instituce 0,16 %.

3. Základní principy regulatorního přístupu

Snaha o rozvoj kapitálového trhu v ČR by měla primárně vycházet z níže popsanych základních principů regulace, kterými jsou stabilita a předvídatelnost regulatorního prostředí a přístup „zdola nahoru“. Tím bude podpořen dlouhodobý přirozený organický růst kapitálového trhu v ČR vycházející z legitimních ekonomických potřeb a využívající přidané hodnoty vylepšeného (tj. zdokonaleného a rozšířeného) režimu. Rozvoj kapitálového trhu založený pouze na externí podpoře je ze své podstaty jen obtížně udržitelný.

3.1 Podpora stability a předvídatelnosti regulatorního prostředí

Jedním ze základních předpokladů udržitelného rozvoje kapitálového trhu v ČR je stabilní a předvídatelné regulatorní prostředí. Žádoucím prostředím pro rozvoj kapitálového trhu je srozumitelný právní řád, který se vyvíjí na základě dialogu se soukromým sektorem, což umožňuje předvídatelné podnikové plánování, inovace a expanzi. Žádná změna je mnohdy lepší než změna nepromyšlená, byť myšlená pozitivně, protože nepromyšlená a dostatečně nediskutovaná změna vede k potřebě provedení dalších změn, což negativně ovlivňuje stabilitu právního prostředí. Stabilita a předvídatelnost právního prostředí je důležitá i v oblasti daní, protože investice jsou dlouhodobé a změny v oblasti daní jsou citlivě vnímány.

Regulace kapitálového trhu byla v reakci na finanční a hospodářskou krizi od roku 2008 předmětem dalekosáhlých úprav plynoucích z práva EU³⁰, které vedly ke zvýšené právní nejistotě a potřebě adaptovat se na nové požadavky. Vláda ČR a tato koncepce mají pouze omezený vliv na vývoj práva EU (ačkoli principy, na nichž je tato koncepce založena mohou být aplikovány i při vyjednávání nové evropské regulace), je proto nutné zaměřit se zejména na tzv. národní úpravu (*gold-plating* v širším slova smyslu)³¹, která neplyne z požadavků práva EU.

Nestabilita regulatorního prostředí nemá negativní dopad pouze na profesionální účastníky trhu (licencované subjekty), ale dopadá negativně i na investory a emitenty. Investoři se obávají nepředvídatelného a nepříznivého vývoje investičního prostředí (tzv. politické a regulatorní riziko) a vyžadují pak po emitentech vyšší rizikovou přírážku, což zdražuje emitentům jejich financování se přes kapitálový trh. Investice na kapitálovém trhu jsou ze své podstaty dlouhodobé a investoři nemusí mít možnost exitu bez ztráty části hodnoty investice (nižší likvidita), proto je pro ně stabilita a předvídatelnost důležitá. Pouhý dojem, že se „pravidla hry“ mohou snadno a rychle změnit, zvyšuje náklady na kapitál a brání tak rozvoji kapitálového trhu (je-li financování se přes kapitálový trh drahé, budou emitenti i nadále preferovat tradiční bankovní financování). Financování se přes kapitálový trh může být za určitých podmínek výhodnější než úvěrové financování. Pokud se přirozenému rozvoji kapitálového trhu staví do cesty nejistota regulatorního prostředí, směřují podniky spíše k osvědčeným bankovním úvěrům a vnitřním reinvestičním metodám, které jsou ze své podstaty více omezující a mají tak nepříznivý dopad na další expanzi těchto podniků, tvorbu pracovních míst s vyšší přidanou hodnotou i na výkonnost české ekonomiky jako celku.

Vzhledem k výše uvedenému vláda ČR uznává, že stabilita a předvídatelnost regulatorního prostředí je pro rozvoj kapitálového trhu klíčová. Tím není *a priori* vyloučena možnost provádění nezbytných

³⁰ Ačkoli nová regulace brání rozvoji českého kapitálového trhu, je třeba poznamenat, že společný právní rámec EU stanoví pro všechny členy EU stejná pravidla, proto nelze tvrdit, že měnicí se právní režim vede ke konkurenčnímu znevýhodnění ČR oproti jiným členským státům EU. Toto tvrzení ale nemusí platit ve vztahu ke státům mimo Evropskou unii, jejichž regulace nemusí být zdaleka tak přísná.

³¹ Doporučení Světové banky: Odstranit nadbytečnou regulatorní zátěž a náklady vznikající na národní úrovni

úprav, nicméně při přijímání regulačních změn dotýkajících se kapitálového trhu by měly být pokud možno respektovány tyto základní principy:

- (1) Chystané změny by měly být konzistentním a transparentním způsobem konzultovány s dotčenými (regulovanými) subjekty, případně připravovány ve spolupráci s těmito subjekty, jejich připomínky by měly být adekvátně zohledněny a případné nezhodněné připomínky by jim mělo být vysvětleno.
- (2) Změny by měly být řádně odůvodněny a případně i dovysvětleny na požádání tak, aby mohly být regulovanými subjekty lépe absorbovány.
- (3) Změny, které reagují na tržní selhání, by měly být proporcionální a cílené tak, aby bylo regulováno jen nezbytné minimum (princip proporcionality). Změny nereagující na tržní selhání by měly být minimalizovány, nejsou-li regulovanými subjekty výslovně vyžadovány. Zrušení stávající regulace by nemělo být *a priori* odmítáno.
- (4) Změny by neměly být ukvapené, zejména by neměly být přijímány v pozdější fázi legislativního procesu, zrychleným legislativním procesem či bez poskytnutí adekvátní lhůta na přizpůsobení se novým pravidlům.

3.2 Přístup „zdola nahoru“ (*bottom-up approach*)

Hlavní finanční centra v EU mají pro regulaci svých kapitálových trhů již zavedený přístup „zdola nahoru“ (*bottom-up approach*). Dle tohoto přístupu regulátor vytváří právní normy primárně na základě návrhů prezentovaných trhem a své vlastní návrhy přijímá jen tehdy, pokud byly důkladně představeny a prodiskutovány s účastníky trhu. O stejný princip se opírá i aktuální snaha Evropské komise o vytvoření tzv. unie kapitálových trhů. Současně je ale třeba vždy vnímat potřebu ochrany investorů, aby nebyla narušena jejich důvěra ve spravedlivý a řádně fungující kapitálový trh. Významnou součástí tohoto přístupu je i podpora využívání tržních standardů, tedy forma samoregulace, příp. koregulace. Přístup „zdola nahoru“ byl již v ČR použit při analýze současného stavu regulace kapitálového trhu v ČR a zástupci trhu byli významně zapojeni do přípravy této koncepce a poskytli řadu podnětných návrhů, jak kapitálový trh v ČR rozvinout.

Příklady aplikace přístupu „zdola nahoru“ v praxi

Některé z návrhů předložených účastníky kapitálového trhu během přípravy této koncepce se již podařilo realizovat. Došlo tak například ke (1) snížení minimální investice do fondů kvalifikovaných investorů na 1 mil. Kč za podmínky provedení testu vhodnosti, (2) zpřesnění právní úpravy podfondů, aby byl jejich majetek lépe oddělen a aby úprava lépe fungovala v praxi, (3) snížení požadavku na základní kapitál pro SICAV na 1 Kč, (4) zmírnění limitů penzijních fondů při investicích do investičních fondů, zejména fondů obchodovaných na burze (tzv. ETF), a (5) zrušení investičních limitů pro fondy kvalifikovaných investorů. Zástupci trhu se rovněž výrazně podíleli na nové úpravě hypotečních zástavních listů (krytých dluhopisů) v novele zákona o dluhopisech, která je aktuálně projednávána v Poslanecké sněmovně. Řadu pozitivně vnímaných změn z hlediska rozvoje kapitálového trhu v ČR přinesl i zákon o investičních společnostech a investičních fondech, který například upravil novou právní formu „akciová společnost s proměnným základním kapitálem“ (tzv. SICAV) a umožnil vytvářet podfondy.

4. Návrhy konkrétních opatření

4.1 Opatření na podporu domácností (investorů)

Vzhledem k současnému spíše krátkodobému investičnímu horizontu portfolií českých domácností a potřebě usnadnit českým občanům dlouhodobější (výnosnější) možnosti investování se navrhuje realizovat dále popsaná opatření. Tato opatření jsou primárně zaměřená na podporu dlouhodobého investování českých domácností (investorů), nicméně mohou z nich nepřímo profitovat i jiné subjekty; případně je nutná součinnost jiných subjektů, včetně některých, které nepodléhají přímo vládě ČR. Cílem těchto opatření je zejména poskytnutí většího množství investičních možností a odstranění překážek, které neumožňují plně rozvinout potenciál dlouhodobého investování (investiční horizont delší než 1 rok³²). Termíny uvedené v tabulkách u jednotlivých opatření znamenají plánované předložení vládě, ať již legislativního návrhu, či informativního dokumentu o plnění daného opatření.

1) Zavedení účtu dlouhodobých investic³³

Osobní spořicí účty (*individual savings account*), resp. osobní penzijní účty (*individual retirement account*) jsou zejména v západním světě celkem obvyklou záležitostí, ač bývají označovány různě.³⁴ Pro účely České republiky se navrhuje použít pojem „účet dlouhodobých investic“, aby se toto odlišilo od již existujících produktů (např. osobní penzijní účet podle zákona o doplňkovém penzijním spoření nebo spořicí účet či majetkový účet vedený bankami). Evropská komise vyjádřila v roce 2018 zájem zabývat se tímto tématem také v rámci projektu Unie kapitálových trhů.

Jde o investiční účet zřízený za účelem vytváření úspor na stáří, který se po dobu své existence nedaní a nedaní se ani při výběru, nejde-li o výběr předčasný³⁵. Konstrukce tohoto účtu není vázána na konkrétní finanční produkt, může se tak jednat například o spořicí vklady, investice do investičních fondů, investice do penzijních fondů či o životní pojištění s investiční složkou. Hlavními parametry tohoto produktu by mělo být tzv. „pravidlo 60 + 60“, jak je již dnes nastaveno v daňových předpisech, neboli že produkt nelze zrušit ani vybírat z něj (bez dopadů do oblasti daní či sociálního a zdravotního pojištění) před dosažením věku 60 let a produkt musí být sjednán alespoň na dobu 60 měsíců (čili je-li sjednán po dosažení 55 let, posouvá se doba, kdy jej lze vypovědět).

Dnes ČR podporuje formou na stáří zejména skrze (1) penzijní fondy, tj. účastnické fondy a transformované fondy, a to prostřednictvím daňové podpory, včetně podpory příspěvků zaměstnavatelů, a státního příspěvku a skrze (2) životní pojištění, a to poskytováním daňové podpory, včetně podpory příspěvků zaměstnavatelů. Nicméně na stáří je možno „spořit“ i jinak, například prostřednictvím investičních fondů (např. fondů životního cyklu) či přímými investicemi do akcií nebo dluhopisů. Teoreticky nemusí mít toto opatření zásadní dopady na státní rozpočet, zejména, bude-li

³² Zpravidla se pro investování na kapitálovém trhu doporučuje investiční horizont alespoň 5 let, nicméně pro „spoření“ na stáří bude investiční horizont delší (v některých případech delší než 30 let).

³³ Doporučení Světové banky: Zvážit zavedení zvláštního režimu pro osobní spořicí účet s daňovými pobídkami pro vklady a s možností vlastníka účtu rozhodovat o investicích.

³⁴ Například ve Velké Británii *Personal Equity Plan a tax-exempt special savings account* od r. 1986, resp. *Individual Savings Account* od r. 1999, v USA *401k* nebo *Individual Retirement Account* od r. 1978, v Kanadě *Registered Retirement Savings Plan* od r. 1957, na Novém Zélandě *KiwiSaver* od r. 2007 nebo na Slovensku *dlhodobé investičné sporenie* od r. 2016.

³⁵ Nicméně mohou existovat různé kombinace, např. v USA existují 4 typy těchto účtů, a to (Traditional) 401k, Roth 401k, Traditional IRA či Roth IRA, kdy u těch tradičních se daní výstup, ale nikoli vstup, zatímco u Roth je vstup již zdaněn (typicky daní z příjmu) a nedaní se tedy výstup.

pro jednoho poplatníka platit jeden limit pro všechny „penzijní“ produkty (i pokud by byl tento limit navýšen, tak ne všem občanům ČR se podaří jej vyčerpat v plném rozsahu). Toto opatření by nemělo vést k převodu prostředků z jednoho systému „spoření“ do jiného (např. z penzijních fondů do podílových fondů), ač nelze takový dopad *a priori* vyloučit. Primárně by ale zavedení tohoto opatření mělo občanům ČR nabídnout více možností spoření na stáří a motivovat je k vyšším úsporám (bude-li navýšen individuální limit). S tímto opatření souvisí i snaha Evropské komise zavést tzv. panevropský penzijní produkt (*Pan-European Pension Product*, PEPP), jehož primárním účelem je ale usnadnit spoření na stáří s ohledem na mobilitu osob v rámci EU.

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Navrhnout zavedení účtu dlouhodobých investic a předložit vládě návrh novely dotčených zákonů (zejména zákona o daních z příjmů a zákona o podnikání na kapitálovém trhu)	MF, Ministerstvo práce a sociálních věcí (dále též „MPSV“), AKAT, APS ČR, Česká asociace pojišťoven (dále též „ČAP“), Česká bankovní asociace (dále též „ČBA“)	Q4 2019

2) Zatraktivnění investic do investičních fondů z iniciativy investora³⁶

Většina cenných papírů vydávaných investičními fondy je v ČR distribuována investičními zprostředkovateli, jejichž provize je hrazena ze vstupního poplatku, který se obvykle pohybuje ve výši 3 % z investované částky. Snížení nákladů na distribuci, pokud investice probíhá z iniciativy investora, by prospělo jak samotnému investorovi, tak kapitálovému trhu jako celku. Proto by bylo vhodné zahájit diskuse za účelem možného snížení regulatorních nákladů při nákupu investic z vlastní iniciativy investora.

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Zahájit diskuse o možnostech snížení nákladů při nákupu cenných papírů vydávaných investičními fondy z iniciativy investora a případně navrhnout vhodné změny regulace týkající se takového prodeje bez poradenství	MF	Q4 2019

3) Vzdělávání drobných investorů a investičních poradců o kapitálovém trhu³⁷

Finanční gramotnost je definována jako soubor znalostí, dovedností a postojů nezbytných k dosažení finanční prosperity prostřednictvím zodpovědného finančního rozhodování. Touto problematikou se ve vztahu k drobným investorům (spotřebitelům) podrobně zabývá Národní strategie finančního vzdělávání z roku 2010, která nyní prochází revizí³⁸. V rámci této revize by mohla být zdůrazněna úloha kapitálových trhů pro domácnosti hospodařící s přebytkem, zejména v souvislosti s tématy jako jsou dlouhodobé investice či „spoření“, zejména „spoření“ na stáří.

Ve vztahu k investičním poradcům (investičním zprostředkovatelům) nabytá začátkem roku 2018 účinnosti změna právní úpravy (s přechodným obdobím v délce 2 let), která vyžaduje povinné složení jednotné zkoušky, na jejíž přípravě se intenzivně podílelo MF i ČNB. Očekává se výrazné zapojení trhu pro účely příprav na skládání těchto zkoušek. V roce 2018 MF ve spolupráci s Evropskou komisí

³⁶ Doporučení Světové banky: 1) Revidovat regulatorní požadavky týkající se přímého nabízení cenných papírů vydávaných investičními fondy, a podpořit tak větší zapojení investorů do kolektivního investování. 2) Revidovat distribuční systém cenných papírů a poskytnout účinné dohledové pravomoci, aby byly lépe srovnatelné náklady pro investora a jeho výnosy a aby bylo možno treat nekorektní jednání.

³⁷ Doporučení Světové banky: Spustit program podporující finanční gramotnost, spočívající například ve vytvoření série vzdělávacích videí o kapitálovém trhu pro investory.

³⁸ <https://www.mfcr.cz/cs/o-ministerstvu/verejne-diskuze/2018/navrh-revidovane-narodni-strategie-finan-31870>

připravuje analýzu nejvhodnější „komunikační strategie“ ve vztahu ke vzdělávání investičních poradců o kapitálovém trhu (ale i potenciálních emitentů a profesionálních investorů).

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Zohlednit v rámci revize Národní strategie finančního vzdělávání i téma kapitálových trhů a dlouhodobých investic pro domácnosti hospodařící s přebytkem	MF	Q4 2019
Aktivně se zapojovat do aktivit ve vztahu ke zkouškám investičních poradců tak, aby tyto zkoušky co nejlépe plnily svůj účel, tj. aby byly efektivní	MF, EFPA Czech Republic, Vysoká škola finanční a správní (VŠFS), AKAT, ČBA, Česká asociace společností finančního poradenství a zprostředkování (ČASF), Masarykova univerzita	Q4 2019

4) Vytvoření webového centra (rozcestníku) informací o cenných papírech a jejich emitentech³⁹

Informace o cenných papírech v ČR jsou poskytovány nekonsolidovaně na internetových stránkách různých institucí (BCPP, Centrální depozitář cenných papírů - dále též „CDCP“, ČNB, MF, Obchodní rejstřík, zpravodajské servery a jiné weby provozované soukromými subjekty), což může být pro investory nepřehledné. Proto by bylo vhodné vytvořit webové centrum (rozcestník) informací o cenných papírech, které bude obsahovat přehledné informace o tom, kde lze nejlépe najít:

- 1) zprávy o aktuálních tržních cenách cenných papírů,
- 2) zprávy o denních objemech obchodů s cennými papíry,
- 3) prospekt vztahující se k veřejné nabídce či jiný dostupný popis cenných papírů,
- 4) účetní závěrky, výroční zprávy a další informace od emitentů cenných papírů,
- 5) relevantní právní předpisy, včetně dostupných překladů do jazyka obvyklého na kapitálových trzích.

Toto webové centrum by mělo odkazovat zejména na povinně zpřístupňované údaje týkající se cenných papírů nabízených a obchodovaných v ČR. Toto webové centrum by mělo informace poskytovat v českém i v anglickém jazyce (s uvedením kontaktu pro případ dotazů) tak, aby představovalo důvěryhodný zdroj informací i pro zahraniční investory.

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Vytvořit webový rozcestník informací o cenných papírech a jejich emitentech	MF	Q4 2020

5) Analýza dostupnosti měnového zajištění⁴⁰

Vzhledem k tomu, že investiční nástroje na zahraničních kapitálových trzích jsou denominované v jiné měně než v české koruně, jsou čeští investoři vystaveni výraznému měnovému riziku. To samé platí pro zahraniční investory při investicích na českém kapitálovém trhu. Dostupnost měnového zajištění (*hedging*) pro české i zahraniční investory je nutná pro redukci těchto rizik a zvýšení zájmu o přeshraniční investování. Pro drobné investory existuje dostatek podílových fondů, které měnové riziko zajišťují na úrovni fondu. V současné době se zdá dostupnost zajištění CZK/EUR jako postačující.

³⁹ Doporučení Světové banky: Vytvořit webové centrum informací o cenných papírech.

⁴⁰ Doporučení Světové banky: Prozkoumat způsoby, jak udělat měnové zajištění (EUR/CZK) efektivnější.

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Identifikovat a odstraňovat překážky dostupnosti měnového zajištění (<i>hedging</i>) pro investory	MF	průběžně

6) Zdokonalení toku informací od emitentů k investorům⁴¹

Světová banka poukazuje na nedostatky v poskytování informací o důležitých korporátních událostech emitentů, a to mezi emitenty, centrálním depozitářem a držiteli cenných papírů těchto emitentů. V rámci transpozice novely tzv. „směrnice o právech akcionářů“⁴² by měla být tato problematika uspokojivě vyřešena (s účinností od června 2019), je ale třeba i nadále analyzovat množství a typ předávaných informací, například, zda nová právní úprava vyžaduje po emitentech zasílat centrálnímu depozitáři skutečně všechny relevantní informace a zda jsou tyto informace řádně předávány konečným investorům.

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Dále analyzovat, zda právní úprava účinná od června 2019 vyžaduje po emitentech zasílat centrálnímu depozitáři skutečně všechny relevantní informace a zda jsou tyto informace řádně předávány konečným investorům a případně navrhnout další opatření	MF, Ministerstvo spravedlnosti (dále též „MSP“)	Q4 2021

4.2 Opatření na podporu podniků (emitentů)

Vzhledem k tomu, že burzovně obchodované akcie a dluhopisy zatím nehrají dostatečnou úlohu ve financování firem a zvláště menší a střední podniky jsou velmi závislé na financování prostřednictvím zadržených zisků a bankovních úvěrů, navrhuje se několik opatření, která by měla pomoci zatraktivnit financování českých podniků prostřednictvím kapitálového trhu (například zvyšováním povědomí českých podniků o možnostech a výhodách diverzifikace finančních zdrojů). Tím dojde ke zvýšení efektivity nejenom v hospodaření firem, ale i hospodářské úrovně státu jako celku.

7) Vzdělávání finančních ředitelů malých a středních podniků o možnostech financování přes kapitálový trh⁴³

Výzkum provedený HK ČR a Asociací malých a středních podniků a živnostníků ČR v lednu 2018 naznačuje, že nízké povědomí o kapitálovém trhu a o potenciálních možnostech jeho využití je problémem i u manažerů a finančních ředitelů potenciálních emitentů. Ti zpravidla v případě potřeby kapitálu využívají bankovní úvěry, a to i tehdy, když se z ekonomického hlediska jeví jako výhodnější emise dluhopisů nebo *equity* financování, často proto, že si nejsou těchto způsobů financování vědomi. Finanční ředitelé by proto měli být dostatečně erudovaní, aby ve vhodných případech financovali svůj dluh a/ nebo *equitu* prostřednictvím kapitálového trhu, a aby případně uměli využít i aktuálních trendů, jako je například zelené či udržitelé financování. Nejúčinnější metody vzdělávání pro specifické cílové skupiny by měly být určeny na základě analýzy vhodné „komunikační strategie“ v oblasti

⁴¹ Doporučení Světové banky: Zvážit, zda by neměly mít některé společnosti zákonem stanovenou povinnost informovat centrálního depozitáře o všech korporátních akcích, aby tento mohl tyto informace předat vlastníkům cenných papírů.

⁴² Směrnice Evropského Parlamentu a Rady (EU) 2017/828 ze dne 17. května 2017, kterou se mění směrnice 2007/36/ES, pokud jde o podporu dlouhodobého zapojení akcionářů

⁴³ Doporučení Světové banky: 1) Zorganizovat specializovaný program cílený na emitenty z řad malých a středních podniků, včetně workshopů pro potenciální malé a střední emitenty s doprovodnými příručkami o kapitálovém trhu. 2) Znásobit úsilí o vyhledávání potenciálních emitentů, včetně vzdělávání manažerů, videí cílených na potencionální emitenty, workshopů pro potenciální emitenty a doprovodných příruček o kapitálovém trhu.

kapitálového trhu, a mohou mít podobu např. videí, příruček, webových stránek, seminářů, workshopů, konferencí, apod. Předpokládá se i zapojení účastníků trhu - v tomto směru již proběhla komunikace např. s HK ČR, agenturou CzechInvest nebo BCPP.

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Analyzovat možnosti nejvhodnější komunikační strategie vůči malým a středním podnikům a následně realizovat doporučená opatření	MF, Evropská komise (SRSP), Ministerstvo průmyslu a obchodu (dále též „MPO“), , Ministerstvo životního prostředí (dále jen „MŽP“), CzechInvest, HK ČR, BCPP, Vysoká škola ekonomická (VŠE)	Q4 2019

8) Zlepšení podmínek fungování tzv. *business angels* v České republice⁴⁴

Ministerstvo financí publikovalo v říjnu 2018 zprávu Světové banky o *business angels* v ČR⁴⁵. Pojem „*business angel*“ nemá český ekvivalent, lze se ale setkat například s termínem „andělský investor“, „anděl byznysu“, „obchodní anděl“ nebo prostě jen „anděl“, nejvhodnější je ale držet se mezinárodně srozumitelného pojmu „*business angel*“. *Business angel* je člověk, často bohatý a obvykle s podnikatelskými zkušenostmi, který investuje část svého osobního majetku napřímo (nikoli tedy prostřednictvím fondů) do nově založených společností s růstovým potenciálem. Vedle kapitálu „investují“ *business angels* i své manažerské zkušenosti, dovednosti a kontakty. Zkušenosti *business angels* také vědí, že možná budou muset čekat na návratnost svých investic. Mohou proto být dobrým zdrojem „chytrého a trpělivého“ (*smart and patient*) kapitálu. *Business angels* mohou investovat individuálně, nebo jako součást syndikátu s cílem efektivnějšího přístupu k informacím a racionálnějšího investování kapitálu. V syndikátu obvykle hraje hlavní roli jeden *business angel*. *Business angels* hrají v ekonomice důležitou roli. V mnoha zemích jsou druhým největším zdrojem externího financování v nově založených společnostech po rodině a přátelích (*family and friends*). Hrají stále důležitější roli v poskytování rizikového kapitálu, a přispívají tak k hospodářskému růstu a k technologickému pokroku. Je proto v zájmu české ekonomiky usilovat o co nekvalitnější prostředí pro tyto investory. Součástí této zprávy byla i sada doporučení, které by bylo vhodné realizovat.

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Zajistit časový sběr dat ohledně investičních aktivit <i>business angels</i> a každoročně jej aktualizovat (podobně jako u stávajících dat ohledně trhu <i>venture capital</i>)	MF, MPO	Q4 2019
Provést analýzu daňových poplatníků, aby bylo možné kvantifikovat počet fyzických osob v České republice, kteří mají potenciál být <i>business angel</i> a každoročně tuto analýzu opakovat	MF, MPO	Q4 2019
Zajistit každoroční průzkum poptávky spočívající v mapování zakladatelů <i>start-upů</i> a podnikatelů ze <i>start-upů</i>	MF, MPO	Q4 2019

⁴⁴ Doporučení Světové banky: Posoudit zprávu Evropské komise z června 2017 o daňových pobídkách pro rozvoj malých a středních podniků a určit, které koncepty lze inkorporovat do strategie rozvoje kapitálového trhu v České republice.

⁴⁵ <https://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/kapitalovy-trh/podnikani-na-kapitalovem-trhu/2018/ministerstvo-financi-zverejnuje-zpravu-s-33352>

Vytvořit českou národní asociaci <i>business angels</i> (a stát se členem evropské konfederace Business Angels Europe)	MF, MPO	Q4 2020
Zavést systém sebecertifikace pro <i>business angels</i> v České republice.	MF, MPO	Q4 2021

9) Analýza možností rozvoje investičního *crowdfunding* v České republice

V ČR působí od května 2016 investiční *crowdfundingová* platforma Fundlift, které se do května 2018 podařilo úspěšně zafinancovat 35 projektů (úspěšnost financování 90 %) v celkové hodnotě 183 mil. Kč (průměrná velikost projektu 5,2 mil. Kč). Evropská komise uveřejnila v březnu 2018 legislativní návrh, který se mimo jiné zabývá i investičním *crowdfundingem*. Ačkoli se v tuto chvíli zdá, že úspěšnému fungování investičního *crowdfunding* nejsou v ČR kladeny zásadní překážky, je vhodné se tímto tématem i nadále zabývat a případně navrhnout vhodná opatření pro další fungování a rozvoj investičně-*crowdfundingových* platform v ČR. Současně je potřeba věnovat náležitou pozornost i zajištění adekvátní ochrany investorů v případech, kdy jsou jim nabízeny investiční cenné papíry bez prospektu (zpravidla se jedná o emise v hodnotě do 1 mil. EUR), aby nebyla narušena jejich důvěra ve fungování českého kapitálového trhu.

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Analyzovat možnosti rozvoje investičního <i>crowdfunding</i> v ČR a případně navrhnout další opatření	MF, MPO	průběžně

10) Analýza možnosti vytvoření jednodušší formy akciové společnosti

Začínající společnosti mohou čelit problémům při snaze získat financování přes kapitálový trh, kdy pro společnost s ručením omezeným platí dnes určitá omezení (například nemožnost veřejně nabízet kmenové listy či nemožnost vydávat vyměnitelné dluhopisy), která jim fakticky umožňují pouze financovat se skrze dluhopisy. Současně právní forma akciové společnosti nemusí být pro začínající podnikatele vhodná, zejména s ohledem na relativně vysoký požadavek na základní kapitál (2 mil. Kč). Proto by měla být zanalyzována možnost existence nějaké jednodušší formy akciové společnosti, která umožní i začínajícím společnostem (*start-upům*) získat financování přes kapitálový trh i jinak než prostřednictvím *business angels* či *venture capital* fondů. Jednodušší forma akciové společnosti za účelem podpory start-upů existuje od roku 2017 na Slovensku (tzv. *jednoduchá spoločnosť na akcie*)⁴⁶, návrh jednodušší formy akciové společnosti (tzv. *Prosta Spółka Akcyjna*) navrhuje také polské Ministerstvo pro technologie a podnikání⁴⁷. Mezi hlavní výhody například polské úpravy patří rychlá elektronická registrace (během 24 hodin), základní kapitál minimálně ve výši 1 polského zlotého, flexibilnější pravidla organizační struktury této společnosti nebo zjednodušená pravidla likvidace. Právě úspěšně zafinancované projekty přes investiční *crowdfunding* popsané výše ukazují, že o tento způsob financování by mohl být mezi českými podniky zájem. Je totiž třeba si uvědomit, že pro úspěšnou emisi dluhopisů se zpravidla vyžaduje delší existence společnosti (alespoň 3 roky) a generování stabilního *cash flow*, proto by pro začínající podniky mohl být vhodnější financování se prostřednictvím *equity* a *quasi-equity* (včetně podřízeného dluhu).

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
------	------------------	--------

⁴⁶ https://www.slovensko.sk/sk/zivotne-situacie/zivotna-situacia/_jednoducha-spolocnost-na-akcie/

⁴⁷ <http://en.cridolegal.pl/simplified-joint-stock-comapny-for-startups;>

<https://www.mpit.gov.pl/strony/aktualnosci/prosta-spolka-akcyjna-mpit-rusza-z-konsultacjami/>

Zvážit zavedení jednodušší formy akciové společnosti a případně navrhnout potřebné legislativní změny	MF, MSp, MPO	Q4 2020
---	--------------	---------

11) Standardizace poskytování informací emitenty v angličtině⁴⁸

Pokud chceme přilákat zahraniční investory na český kapitálový trh, je nezbytným předpokladem, aby emitenti uveřejňovali pravidelné zprávy a aktuální informace i v angličtině. Dnes se tak již v řadě případů děje, nicméně měly by být podporovány příklady *best practice*, které mohou sloužit jako vzor pro ostatní emitenty. Uveřejňování informací v angličtině by se tak mělo stát tržním standardem, zejména společnostmi kótovanými na burze. Vyhodnocování plnění tohoto standardu by mohlo být součástí tabulky hodnocení *corporate governance* (viz níže). V rámci tohoto hodnocení by se měla sledovat i *corporate social responsibility* (CSR).

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Podporovat uveřejňování dokumentů v angličtině emitenty cenných papírů, zejména pak ve vztahu ke kótovaným emitentům	MF	průběžně

12) Internacionalizace finančního výkaznictví⁴⁹

V současné době jsou obchodní společnosti s kótovanými akciemi na regulovaném trhu povinny používat Mezinárodní standardy účetního výkaznictví (IFRS), současně ale musí pro daňové účely používat české účetní předpisy, což je administrativně i finančně náročné. Bylo by vhodné zanalyzovat možnost využití IFRS standardů i pro účely základu daně z příjmu. Současně by měla být zvážena i možnost většího přiblížení českých účetních předpisů právě standardům IFRS, které jsou mezinárodně srozumitelné a uznávané zahraničními investory.

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Revidovat české účetní předpisy s ohledem na IFRS a vyhodnotit možnost využití IFRS i pro daňové účely	MF	Q4 2021

13) Vytvoření a implementace tabulky hodnocení správy a řízení společnosti⁵⁰

Tabulky hodnocení správy a řízení společnosti (*corporate governance scorecard*) umožňují měřit a porovnávat úroveň dobrovolného dodržování standardů správy a řízení společností (*corporate governance*) vůči stanovenému referenčnímu ukazateli, kterým mohou být například standardy Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD). Tabulky hodnocení řízení společností umožňují porovnat dosažený pokrok za několik období a porovnávat jednotlivé společnosti v rámci jednoho či více států. Mezinárodní srovnání zavádění těchto tabulek publikuje International Finance Corporation (IFC) ze skupiny Světové banky⁵¹. Účelem jejich zavedení je mimo jiné pomoci regulátorům sledovat dodržování standardů *best practice*, investorům činit informovaná rozhodnutí,

⁴⁸ Doporučení Světové banky: Vyžadovat, aby velcí a střední emitenti poskytovali informace v angličtině.

⁴⁹ Doporučení Světové banky: 1) Zdokonalit a dokončit převodové tabulky pro použití IFRS (mezinárodních účetních standardů) k vytvoření potřebného daňového přiznání. 2) Pokračovat a dokončit stávající pilotní program testující převodové tabulky pro velké podniky. 3) Požadovat, aby obchodníci s cennými papíry a manažeři fondů používali IFRS. 4) Znovu zvážit použití a potřebu IFRS pro investiční fondy a penzijní fondy.

⁵⁰ Doporučení Světové banky: Zvážit zavedení bodování a "tabulky výsledků" řízení a správy společností (*corporate governance*) a oceňovat vítěze na veřejných akcích, aby se zvýšilo povědomí o řízení a správě společností a pozitivně stimulovat reputační expozici nově kótovaných emitentů.

⁵¹https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/ifc+cg/resources/toolkits+and+manuals/corporate+governance+scorecards
https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/ifc+cg/resources/toolkits+and+manuals/toolkit2_codes_of_best_practice

společnostem analyzovat nedostatky své správy a řízení a tržním asociacím vyhodnotit praktiky správy a řízení svých členů a pomoci jim zlepšit stávající stav, je-li to potřeba.

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Podpořit vytvoření a využívání tabulky hodnocení řízení společností	MF, MSp, BCPP	Q4 2020

14) Podpora rozvoje peněžního trhu⁵²

Při snaze o rozvoj kapitálového trhu v ČR je vhodné zaměřit se i na peněžní trh, na němž se obchodují krátkodobé dluhy, například pohledávky jednotlivých firem. Jedná se o jeden z nejdůležitějších nástrojů pro řízení likvidity firem. Z vnitřních analýz MF vyplývá, že většina podniků řeší krátkodobé problémy s likviditou přes bankovní produkty, jako například kontokorentní úvěr. Jedním z nástrojů, se kterým by se dalo v rámci finančního trhu pracovat, je faktoring. V roce 2017 se objem faktoringu největších faktoringových společností pohyboval na hladině 113 mld. Kč, z čehož pouze přibližně 2 % tvořily nebankovní subjekty. Rozvinutý peněžní trh by pomohl zlevnit krátkodobé finanční prostředky a vedl by k lepšímu a levnějšímu řízení likvidity podniků.

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Analyzovat možnosti rozvoje peněžního trhu v ČR a případně navrhnout další opatření	MF, ČNB	Q4 2019

4.3 Opatření na podporu profesionálních účastníků kapitálového trhu (tržní infrastruktury)

Tržní infrastruktura, kterou představují profesionální účastníci kapitálového trhu, tvoří kostru celého systému kapitálového trhu, bez které by nemohl fungovat. Silná tržní infrastruktura představuje pracovní místa s vysokou přidanou hodnotou, což napomáhá hospodářskému růstu státu a transformaci národní ekonomiky směrem k struktuře západních ekonomik. Následující opatření by měla pomoci k jejímu rozvoji.

15) Větší zapojení penzijních fondů do fungování kapitálového trhu v České republice⁵³

Navzdory tomu, že již byly provedeny některé dílčí změny, tak i nadále jsou možnosti investování penzijních fondů (účastnické a transformované fondy) v ČR limitovány. V západních zemích (např. ve Velké Británii) jsou penzijní fondy tradičně významnými klienty *private equity* fondů⁵⁴, které jim

⁵² Doporučení Světové banky: 1) Podpořit sekuritizaci balíku faktur agenty (třetími stranami) jako aranžéry. 2) Umožnit investičním fondům investovat do pohledávek z faktoringu. 3) Vyvinout reverzní faktoring jako investiční nástroj. 4) Umožnit, aby šlo s pohledávkami za malými a středními podniky obchodovat na burze.

⁵³ Doporučení Světové banky: 1) Rozšířit možnosti investování tak, aby zahrnovaly i *private equity*, soukromé nabízení (*private placement*) a infrastrukturní dluhopisy. 2) Lépe využít metody sdružování majetku pro účely obhospodařování fondů a účetnictví. 3) Poskytnout cílené pobídky, aby investoři přešli z transformovaných fondů do výnosnějších účastnických fondů a osobních spořicíh účtů. 4) Změnit ustanovení o garanci minimálních výnosů tak, aby se odstranilo měření na bázi jednoho roku. 5) Navrhnout širší, nízkonákladovou alternativu anuit a produktů s fázovanými výběry.

⁵⁴ *Private equity* fond je fond, který je založen na dobu určitou (zpravidla 10 let) a který investuje peníze získané od institucionálních investorů (zpravidla penzijní fondy a životní pojišťovny) do společností, které nejsou kótovány na burze (protože nedosahují požadované velikosti - tržní kapitalizace). Správce fondu (*general partner*, GP) investuje část svých peněz společně se penězi získanými od pasivních investorů (*limited partners*, LPs), aby byl v úspěchu investic také angažován. Za správu fondu si zpravidla účtuje 2 % ročně a 20 % ze zisku. Ke dni zániku fondu pak fond z investic „exituje“, a to často prostřednictvím burzy (IPO), čímž podporuje aktivitu na kapitálovém trhu. Cílem investice *private equity* fondu je dosáhnout významného zhodnocení investovaných prostředků, čehož je zpravidla dosahováno rozvojem společnosti, do níž bylo investováno (zefektivnění jejího hospodaření a růst). Tím dochází k podpoře i reálné ekonomiky. Významným hráčem

umožňují dosáhnout zajímavých zhodnocení v delším časovém horizontu. Stávající regulace poplatků za obhospodařování účastnických i transformovaných fondů fakticky limituje možnosti jejich investic. Měla by být proto zvážena možnost vytvoření nového typu účastnického fondu „alternativních investic“ bez této regulace poplatků, což tomuto fondu umožní investovat do dlouhodobějších aktiv, jaké představují zejména *private equity* fondy.

Další limitaci pro klasický rozvoj kapitálového trhu v ČR představuje garance nezáporných výnosů u transformovaných fondů, která jim fakticky znemožňuje investovat do volatilnějších aktiv (typicky akcie či korporátní dluhopisy), které mohou v delším časovém horizontu přinášet zajímavé výnosy. Penzijní fondy hrají pro kapitálové trhy v zahraničí pravděpodobně nejdůležitější roli, ať již se jedná o Polsko, Nizozemí či o Norsko, protože představují tzv. dlouhodobé investory, kteří spravují obrovské množství investovatelných prostředků. Proto by měly být prozkoumány možnosti, jak „uvolnit“ úspory na stáří českých občanů tak, aby z toho nakonec profitovali všichni - občané ČR potenciálně vyššími výnosy svých dlouhodobě ukládaných úspor, penzijní fondy většími možnostmi zhodnocování obhospodařovaných prostředků a reálná ekonomika větší dostupností možností financování se přes kapitálový trh. Nesmí přitom dojít k narušení základního principu „obezřetného investora“, kterým se penzijní fondy celosvětově řídí bez ohledu na národní regulaci. Z tohoto hlediska jsou penzijní fondy velmi konzervativními investory, kteří kladou na své investice jedny z nejnáročnějších požadavků (například investují jen do tzv. benchmarkových emisí⁵⁵ krytých dluhopisů), nicméně tuto obezřetnost plní s ohledem na své závazky vůči svým „investorům“, nikoli protože jsou jejich investice limitovány regulatorně.

Aktuální nastavení regulace penzijních fondů v ČR umožňuje těmto fondům investovat jen do velmi bezpečných nízkonákladových aktiv, což jsou zpravidla pouze státní dluhopisy, fakticky tak úspory občanů uložené v penzijních fondech nepřispívají k financování reálné ekonomiky a hospodářského růstu ČR. Protože z provedených analýz vyplynulo, že je v zásadě téměř nereálné garanci nezáporných výnosů pro transformované fondy změnit, měly by být analyzovány jiné možnosti jak prostředky uložené v těchto fondech na několik desítek let uvolnit se souhlasem účastníků těchto fondů. Mezi možnostmi, které se nabízí je například umožnění spořit současně do transformovaných i účastnických fondů (státní podpora by ale byla poskytována jen ve vztahu k jednomu z těchto produktů), případně zvážit jiné možnosti jak motivovat účastníky, aby své prostředky převedly do účastnických fondů.

Současně by mělo být bráno na vědomí, že aktuálně činí průměrná měsíční úložka něco málo přes 600 Kč, což neumožní stávajícím účastníkům dostatečně dofinancovat svůj příjem z I. pilíře důchodového systému, pokud by v budoucnu měl příjem z I. pilíře klesnout (třeba jen na 70 % jeho stávající reálné hodnoty). Proto by měly být zvažovány i další možnosti, jak motivovat účastníky k vyšším měsíčním úložkám, například formou dodatečné státní podpory pro úložky nad 1 000 Kč měsíčně (to souvisí i s tématem osobního penzijního účtu popsaného výše). Případné vyšší výdaje státního rozpočtu by bylo možné kompenzovat například limitací poskytování státní podpory jen do určitého věku účastníka (například do dosažení věku odchodu do důchodu).

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Navrhnout zavedení nového účastnického fondu s vyššími poplatky za obhospodařování, který bude moci investovat do alternativních aktiv (např. do <i>private equity</i> fondů)	MF	Q4 2019
Revidovat systém státní podpory ve vztahu k penzijním	MF	Q4 2019

na trhu *private equity* je například i Evropský investiční fond, který do těchto fondů investuje společně se soukromými investory a svojí aktivitou určuje mimo jiné i standardy fungování tohoto trhu.

⁵⁵ Emise nad 500 mil. EUR, které vyhovují požadavkům směrnice CRD (2013/36/EU) a ji provádějícího nařízení LCR (2015/61).

fondům tak, aby byli účastníci motivováni k vyšším měsíčním úložkám a k převodu uspořené prostředků z transformovaných fondů do účastnických fondů a současně zvážit limitaci poskytování státní podpory věkem účastníka		
--	--	--

16) Další ztraktivnění podfondů

V současné době mohou podfondy vytvářet pouze SICAVy (akciová společnost s proměnným základním kapitálem). Není důvod toto neumožnit i pro jiné právní formy, zejména, je-li po tom poptávka. V zásadě jde jen o to, navrhnout průchozí legislativní řešení, v členských zemích EU je taková úprava běžná.

V případě podfondů se využívá možnosti kombinovat investici konkrétního investora v několika různých podfondech jednoho investičního fondu, typicky z důvodu diverzifikace portfolia daného investora. V čase se však požadavky na rozložení expozice investora v jednotlivých podfondech mění, např. v důsledku změny investiční preference. Je žádoucí, aby v případě těchto změn (tj. přestupu mezi jednotlivými podfondy jednoho SICAVu) nevznikalo na úrovni investora nežádoucí zdanění, neboť investor tímto krokem nerealizuje výnos, dochází pouze k výměně cenného papíru v rámci daného SICAVu. Obdobně to platí pro cenné papíry různých tříd.

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Umožnit vytvoření podfondů i pro jiné právní formy, než je SICAV	MF	Q4 2019
Umožnit zachování tzv. časového testu i pro přechod mezi podfondy jednoho SICAVu	MF	Q4 2020

17) Podpora využití formátu XML při vyžadování informací od finančních institucí (zejména v rámci exekucí)

Je vhodné podpořit povinné používání formátu XML při vyžadování informací od finančních institucí, protože tento formát umožňuje strojové zpracování, což vede k výraznému snížení nákladů, které finanční instituce aktuálně nesou. Tato problematika přesahuje problematiku kapitálového trhu, nicméně týká se právě i rozvoje kapitálového trhu, protože čím více budou čeští občané investovat na kapitálovém trhu (ať již napřímo, nebo skrze investiční fondy), tím více porostou dotazy exekutorů (ale i notářů a dalších) právě na profesionální účastníky kapitálového trhu, kde může mít dlužník, na nějž je vedena exekuce, „ukryty“ finanční prostředky.

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Podpořit využívání XML formátu při dohledávání finančního majetku	MF, MSp, GFŘ, Komora exekutorů	Q4 2019

18) Analýza možností úpravy evidence investičních nástrojů⁵⁶

Již dlouhodobě se mezi účastníky kapitálového trhu diskutuje možnost zavedení tzv. vícestupňové evidence cenných papírů. Vícestupňová evidence je světově akceptovaný standard, který přináší jednoduchost, flexibilitu a právní jistotu, a tím výrazně zvyšuje atraktivitu trhu pro zahraniční investory, čímž přímo podporuje větší zapojení akcionářů. Stále častěji je také diskutována otázka elektronizace cenných papírů na bázi distribuovaného registru (DLT). Využití technologie

⁵⁶ Doporučení Světové banky: Za účelem ztraktivnění trhu pro zahraniční investory, novelizovat zákon o podnikání na kapitálovém trhu a občanský zákoník, aby byl uznán koncept zprostředkovaného držení cenných papírů přes řetězec zprostředkovatelů (*nominees*).

distribuovaného registru může pomoci nahradit některé cenné papíry (tedy listiny) elektronickým záznamem a usnadnit získávání kapitálu pro emitenta (tzv. *initial coin offering*). Systém držení cenných papírů a jeho nastavení tak vyžaduje důslednou diskusi a analýzu tohoto tématu, kdy je třeba zvážit omezení, které současný systém má, jeho účelnost, efektivitu a soulad s novými technickými řešeními. V roce 2018 proběhla diskuse s trhem o vícestupňové evidenci investičních nástrojů v rámci transpozice novely tzv. „směrnice o právech akcionářů“⁵⁷. V současné době nebyly shledány důvody pro změny stávající úpravy centrální evidence investičních nástrojů. Celkové zhodnocení systému držení cenných papírů vyžaduje dostatečný časový prostor a důkladnou diskusi se všemi zúčastněnými stranami.

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Zvážit úpravu systému držení cenných papírů, včetně vícestupňové evidence a využití technologie DLT k evidenci cenných papírů, v rámci diskuse se zainteresovanými subjekty (<i>stakeholdery</i>) a navrhnout další opatření	MF, MSp, MPO	Q4 2020

19) Podpora obchodování s korporátními dluhopisy⁵⁸

Korporátní dluhopisy⁵⁹ představují důležitou součást kapitálového trhu. Na jedné straně poskytují vhodnou alternativu podnikům k úvěrovému financování (obojí představuje dluhové financování, nicméně v některých situacích může být financování se dluhopisy výhodnější, zejména s ohledem na to, že u dluhopisů nedochází k průběžnému splácení jistiny, splacení jistiny lze refinancovat novou emisí dluhopisů a obsah emisních podmínek tvoří primárně emitent, včetně případných kovenantů). Na straně druhé představují korporátní dluhopisy zajímavou investiční příležitost, která přináší vyšší výnosy než státní dluhopisy (či případně bankovní vklady) a současně jde o tzv. *fixed-income instruments*, které nevykazují takovou volatilitu jako akcie a nejsou tak moc závislé na úspěchu hospodaření jejich emitenta, protože mají vyšší senioritu než akcie nebo podřízený dluh. Současně pokud jsou kryty nějakými aktivy (například nemovitostmi), mohou představovat relativně bezpečné aktivum a s ohledem na již tradiční fungování institutu agenta pro zajištění v ČR toto nepředstavuje problém ani z hlediska případného domáhání se uspokojení ze zástavy (navíc v blízké době by měl být tento institut ještě více standardizován s ohledem na obdobnou úpravu v zahraničí).

Ačkoli při investování do dluhopisů je obvyklou investiční strategií „kup a drž“ (neboli držení dluhopisů až do splatnosti), fungující sekundární trh pomáhá dluhopisy správně ocenit a umožňuje do nich investovat jako do likvidních aktiv, což dále rozšiřuje okruh investorů i množství investovaných prostředků. Současně možnost prodat dluhopisy snadno na likvidním sekundárním trhu

⁵⁷ Směrnice Evropského Parlamentu a Rady (EU) 2017/828 ze dne 17. května 2017, kterou se mění směrnice 2007/36/ES, pokud jde o podporu dlouhodobého zapojení akcionářů.

⁵⁸ Doporučení Světové banky: Umožnit, aby státní pokladniční poukázky mohly sloužit jako kolaterál pro obchody členů Pražské burzy.

⁵⁹ Specifickou kategorií vedle státních dluhopisů a korporátních dluhopisů tvoří tzv. kryté dluhopisy (*covered bonds*), které se v ČR tradičně nazývají „hypoteční zástavní listy“. Jedná se o dluhopisy, jejichž emitentem je banka a které jsou zpravidla kryty pohledávkami z hypotečních úvěrů (případně veřejnoprávními pohledávkami). Evropská komise navrhla v březnu 2018 harmonizaci základních prvků právních úprav krytých dluhopisů v EU. Protože kryté dluhopisy slouží primárně k financování bank (a zprostředkovaně hypotečních úvěrů), nelze je považovat za typické korporátní dluhopisy, které slouží k financování reálné ekonomiky (podniků). S podobnou logikou by za korporátní dluhopisy neměly být považovány ani jiné dluhopisy emitované bankami (a proto se často ve statistikách uvádí dluhopisy emitované bankami odděleně od korporátních dluhopisů). Přesto lze konstatovat, že dluhopisy vydávané bankami mají společné znaky spíše s korporátními dluhopisy než se státními dluhopisy. Další specifickou kategorií jsou pak komunální dluhopisy (dluhopisy vydávané obcemi a kraji), které zase vykazují společné znaky spíše se státními dluhopisy než s korporátními dluhopisy, fakticky ale nejsou ani jedním.

zvyšuje i pravděpodobnost, že tyto dluhopisy mohou sloužit jako kolaterál (například u repo operací). Například v Polsku funguje vedle známějšího akciového trhu NewConnect relativně úspěšně i trh dluhopisový (Catalyst). Z tohoto hlediska by měly být zkoumány možnosti rozvoje sekundárního trhu s korporátními dluhopisy a odstraňovány překážky bránící tomuto rozvoji.

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Zvážit možnosti, jak podpořit obchodování s korporátními dluhopisy	MF, ČNB, CDCP, BCPP, AKAT, ČBA	Q4 2019

20) Vytvoření a uveřejnění pokynů ohledně vstupního *due diligence* pro zahraniční investiční fondy⁶⁰

Bylo by vhodné vypracovat a uveřejnit pokyny ohledně vstupního *due diligence* na český kapitálový trh pro zahraniční investiční fondy v anglickém jazyce, které by obsahovaly analýzu souladu se všemi příslušnými mezinárodními standardy a příslušnými zahraničními předpisy (např. analýzu dodržování pravidla 17f-7 amerického Investment Company Act 1940). Takové pokyny obsahují například internetové stránky společnosti Wiener Börse AG, která je sesterskou společností BCPP.

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Vypracovat a uveřejnit pokyny ohledně vstupního <i>due diligence</i> pro zahraniční investiční fondy, například dle vzoru vídeňské burzy	MF, BCPP	Q4 2020

4.4 Opatření na podporu České republiky (státu)

Ačkoli všechna předchozí opatření přispívají zprostředkovaně k hospodářskému rozvoji ČR, následující opatření se týkají bezprostředně aktivit státu.

21) Analýza dalších možností rozvoje trhu se státními dluhopisy⁶¹

Ceny státních dluhopisů tvoří základ pro určení cen všech dalších cenných papírů s pevným výnosem (zejména korporátní dluhopisy). Trh se státními dluhopisy poskytuje spolehlivou referenční hodnotu pro související korporátní dluhopisy a zvyšuje tak efektivitu tohoto trhu. Je třeba zhodnotit vliv státních dluhopisů na vztah prodlužování doby splatnosti investic a jejich navratitelnosti. Dále by měla být analyzována možnost obchodování se státními dluhopisy na BCPP.

Současně se jedná o důležité aktivum pro možné investice nejen institucionálních, ale i drobných investorů. Představují v zásadě nejbezpečnější aktivum pro investice na kapitálovém trhu a ačkoli neslouží přímo k financování reálné ekonomiky, tak obchodování s nimi umožňuje rozvoj tržní infrastruktury⁶².

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Analýzovat vliv státních dluhopisů na český kapitálový	MF	průběžně

⁶⁰ Doporučení Světové banky: Připravit balíček *due diligence* pro Pražskou burzu a Centrálního depozitáře a umístit jej na jejich webové stránky.

⁶¹ Doporučení Světové banky: 1) Konzultovat s obchodníky na trhu s cílem získat jejich názor na výnosovou křivku. 2) Konzultovat s oddělením správy státního dluhu na Ministerstvu financí s cílem konsolidovat doby do splatnosti.

⁶² Například na Slovensku činily v roce 2017 obchody se státními dluhopisy 96 % celkového objemu všech obchodů na bratislavské burze.

trh a vliv českého kapitálového trhu na státní dluhopisy		
--	--	--

22) Aktivní zapojení se do panevropských i globálních iniciativ

Evropská komise se snaží podporovat malé a střední podniky, zaměstnanost a růst. V rámci těchto cílů vytváří řadu nástrojů, které by ČR mohla využívat za účelem dalšího rozvoje českého kapitálového trhu. Mimo jiné se jedná například o Evropský fond pro strategické investice (*European Fund for Strategic Investments*, EFSI - tzv. Junckerův balíček) či o tzv. inovativní finanční nástroje (částečné nahrazení dotací z EU úvěry, zárukami a investicemi). Česká republika by měla rovněž usilovat o financování projektů v oblasti rozvoje kapitálového trhu prostřednictvím programu na podporu strukturálních reforem Evropské komise (*Structural Reform Support Programme*), který má sloužit primárně rozvoji regionu střední a východní Evropy. V rámci tohoto programu již některé projekty proběhly či probíhají, v souvislosti s kapitálovým trhem konkrétně: 1) analýza kapitálového trhu v ČR a doporučení pro její další rozvoj, 2) příprava národní strategie rozvoje českého kapitálového trhu, 3) rozvoj komunikační strategie v oblasti kapitálového trhu a 4) analýza českých *business angels*. Vhodná je například i aktivní spolupráce se Světovou bankou, Mezinárodním měnovým fondem (IMF), Evropskou investiční bankou (EIB), Evropským investičním fondem (EIF), Evropskou bankou pro obnovu a rozvoj (EBRD) či Mezinárodní organizací sdružující komise pro cenné papíry (*International Organization of Securities Commissions*, IOSCO). Přitom by se mělo přihlížet ke zkušenostem s těmito spolupracemi v jiných zemích, zejména zemích střední a východní Evropy.

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Usilovat o aktivní spolupráci s mezinárodními organizacemi, které mohou pomoci rozvinout český kapitálový trh	MF, ČNB, MPO, Úřad vlády, Světová banka, IMF, EIB, EIF, EBRD, IOSCO	průběžně

23) Aktivní zapojení při vyjednávání právních předpisů EU⁶³

Pro kapitálový trh ČR je zásadní podporovat aktivní účast regulátorů při vyjednávání právních předpisů EU, včetně prováděcích předpisů vyjednávaných v Evropském orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA) či ve výborech Evropské komise. Jedině tak je možno zajistit, aby zájmy a specifika českého kapitálového trhu byly dostatečně brány na zřetel na úrovni EU. Cílem aktivní účasti by mělo být zejména usilovat o zmírnění regulatorní zátěže (viz např. program Evropské komise REFIT) vyplývající z unijních pravidel (nejen) kapitálového trhu a prosazování principu proporcionality s přihlédnutím k velikosti a rozsahu aktivit vykonávaných účastníky trhu.

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Podporovat aktivní účast při vyjednávání právních předpisů EU	MF, ČNB	průběžně

24) Zajištění stáží pro státní úředníky a regulátory⁶⁴

Podpora stáží státních úředníků a regulátorů (tj. zejména zaměstnanců MF a ČNB) u účastníků trhu je velmi potřebná pro rozvoj jejich kompetence a erudice a pro porozumění regulovaným subjektům a jejich potřebám. To souvisí i s přístupem „zdola nahoru“ uvedeným výše. Tyto stáže se již v minulosti podařilo úspěšně realizovat, je však žádoucí tyto stáže umožňovat na pravidelné bázi, alespoň jednou

⁶³ Doporučení Světové banky: Podnikat účast ve výborech EU, které mají vliv na regulaci kapitálového trhu, aby zájmy a specifika českého kapitálového trhu byly více brány na zřetel na úrovni EU.

⁶⁴ Doporučení Světové banky: 1) Zvážit zavedení systému pro dočasná vyslání expertů do orgánu ESMA a jiných evropských orgánů.

za 2 roky. S ohledem na to, že většina účastníků kapitálového trhu je ovládána ze zahraničí, bylo by vhodné umožnit tyto stáže i u zahraničních matek, což umožní státním úředníkům a regulátorům získat i mezinárodní srovnání.

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Umožňovat stáže osob, které připravují regulaci kapitálového trhu u účastníků kapitálového trhu	MF, ČNB, AKAT, ČBA	průběžně

25) Sledování kritérií k získání statusu „rozvinutý kapitálový trh“ dle MSCI⁶⁵

Indexy MSCI jsou významnou pomůckou pro zahraniční investory, kteří se rozhodují pro vstup na kapitálový trh v jednotlivých zemích. Dosažení statusu „rozvinutý kapitálový trh“ znamená větší zájem investorů o investici v zemích s tímto statutem než se statutem „rozvíjejícího se trhu“ (*emerging market*), který má ČR v současnosti⁶⁶. ČR splňuje požadavky MSCI z hlediska hrubého domácího důchodu na hlavu (aktuálně je vyžadováno alespoň 15 595 USD), nicméně pro dosažení statusu „rozvinutého kapitálového trhu“ dle indexu MSCI je potřeba mít alespoň 5 emisí s tržní kapitalizací 3,2 mld. USD z čehož alespoň 1,6 mld. USD musí být obchodováno na burze. Při ukazateli P/E = 15 a kurzu 22 Kč/USD mohou toto kritérium naplnit jen společnosti s čistým ziskem alespoň 4,7 mld. Kč. Takového zisku dosáhlo v ČR v roce 2017 jen velmi málo společností⁶⁷. Zatímco např. u Škody Auto by odhadovaná tržní kapitalizace byla 21,7 mld. USD a stačilo by tedy obchodovat na BCPP cca 7 % jejich akcií, tak u Agrofertu by byla odhadovaná tržní kapitalizace 3,3 mld. USD, čili by z hlediska MSCI bylo potřeba obchodovat alespoň 49 % akcií. Kromě toho požaduje MSCI pro dané emise likviditu ve výši alespoň 20 % ATVR (*annual traded value ratio*), což by např. pro Škoda Auto znamenalo roční objem obchodů alespoň 4,34 mld. USD (95,5 mld. Kč) a pro Agrofert alespoň 660 mil. USD (14,5 mld. Kč).

Je třeba si také uvědomit, že posun ČR do vyšší kategorie bude znamenat překlasifikaci i s ohledem na Large Cap (z 8,6 na 17,2 mld. USD), Mid Cap (z 3,2 na 6,4 mld. USD) a Small Cap (z 334 na 668 mil. USD)⁶⁸. Přesto je vhodné, aby ČR situaci průběžně sledovala a hodnotila a případně usilovala o posun ve splnění kritérií pro zařazení do indexu rozvinutých kapitálových trhů dle MSCI.

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Sledovat vymezená kritéria v ČR s ohledem na možné budoucí dosažení statusu „rozvinutého kapitálového trhu“ dle indexu MSCI	MF	průběžně

⁶⁵ Doporučení Světové banky: Pokusit se o zařazení České republiky do vyšší kategorie v ratingu MSCI a zahrnout hodnotící kritéria v rámci akčního plánu pro rozvoj kapitálového trhu jako žádoucí výsledek.

⁶⁶ Viz zde: <https://www.msci.com/market-classification> či zde: <https://www.msci.com/index-methodology>

⁶⁷ Například Škoda Auto (31,8 mld. Kč), Energetický a průmyslový holding (22,5 mld. Kč), ČEZ (18,9 mld. Kč), Československá obchodní banka (17,5 mld. Kč), Česká spořitelna (14,6 mld. Kč), Komerční banka (14,4 mld. Kč), Unipetrol (8,7 mld. Kč), Czech Property Investments (8,4 mld. Kč), UniCredit Bank (7,6 mld. Kč), Hyundai Motor Manufacturing Czech (6,7 mld. Kč), O2 Czech Republic (5,6 mld. Kč) nebo Agrofert (4,8 mld. Kč). Uvažovat lze teoreticky i o zahraničních společnostech se silnými českými vazbami, které v roce 2017 dosáhly také vysokého zisku, jako je například PPF (čistý zisk v roce 2017 ve výši 16,5 mld. Kč), skupina innogy (v České republice 10,5 mld. Kč; celosvětově 23,2 mld. Kč) či Penta Group (6,2 mld. Kč).

⁶⁸ To by například znamenalo (dle aktuální hodnoty tržní kapitalizace k 30. květnu 2018) pro ČEZ (13,4 mld. USD) přesun z kategorie Large Cap do kategorie Mid Cap, pro O2 Czech Republic (3,9 mld. USD) a VIG (3,6 mld. USD) přesun z kategorie Mid Cap do kategorie Small Cap a pro Kofolu (371 mil. USD), Fortunu (476 mil. USD), CETV (570 mil. USD), STOCK (650 mil. USD) či Pegas Nonwovens (355 mil. USD) vyřazení z indexu. Pro Erste Group (17,8 mld. USD), Komerční banku (7,8 mld. USD), Monetu Money Bank (1,8 mld. USD), Philip Morris (1,3 mld. USD), TMR (213 mil. USD), Pražské služby (184 mil. USD), Energoaqua (85 mil. USD), TOMA (81 mil. USD) a NWR (26 mil. USD) by to přesun mezi kategoriemi neznamenal.

26) Vzdělávání státem ovládaných společností o možnostech financování se přes kapitálový trh⁶⁹

Je v zájmu ČR i českého kapitálového trhu povzbuzovat⁷⁰ státem ovládané společnosti, aby své potřeby financovat svůj dluh uspokojovaly také přes kapitálový trh (nebo tuto možnost alespoň zvažovaly), tedy emisí dluhopisů, což by mělo být i v souladu s jejich potřebou získat co nejefektivnějšího financování. Tento způsob financování se již využívají třeba Český aeroholding, Letiště Praha, České dráhy, Česká exportní banka nebo ČEZ.

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Vzdělávat státem ovládané společnosti o možnostech financování se přes kapitálový trh	MF, ostatní dotčená ministerstva	průběžně

27) Zpřístupnění překladů právních předpisů upravujících kapitálový trh do anglického jazyka⁷¹

Kvůli nutnosti spolupracovat se zahraničím (kapitálový trh je ze své podstaty globální) je nezbytná dostupnost překladů právních předpisů upravujících kapitálový trh alespoň do angličtiny, která je považována za jazyk obvyklý ve světě mezinárodních financí. Měla by být zajištěna i aktuálnost dostupných překladů. ČNB své vyhlášky již dlouhodobě překládá a publikuje na svém webu a i MF začalo v poslední době uveřejňovat překlady vybraných zákonů. Bylo by vhodné v této dobré praxi pokračovat i nadále.

PLÁN	DOTČENÉ SUBJEKTY	TERMÍN
Zajistit dostupnost aktuálních znění právních předpisů upravujících kapitálový trh v anglickém jazyce	MF, ČNB	průběžně

⁶⁹ Doporučení Světové banky: 1) Povzbuzovat státem vlastněné podniky, aby své potřeby financovat svůj dluh uspokojovaly přes kapitálový trh, což by mělo být v souladu s jejich potřebou získat co nejefektivnější financování.

⁷⁰ Toto samozřejmě nesmí být v rozporu s požadavkem legislativy (zejména zákon č. 90/2012 o obchodních korporacích) neudělovat příslušným orgánům společností pokyny týkající se obchodního vedení.

⁷¹ Doporučení Světové banky: Vyžadovat, aby byly důležité zákony a pravidla překládány do angličtiny.

Závěr

Tato koncepce je navržena tak, aby vedla k rozvoji kapitálového trhu v ČR a tím i k rozvoji investic, zaměstnanosti, růstu a národního hospodářství. Klíčové pro dlouhodobě udržitelný rozvoj je především stabilita a předvídatelnost regulatorního prostředí a úzká spolupráce s účastníky trhu při tvorbě nové regulace. Realizace navržených opatření může významně přispět k využití potenciálu kapitálového trhu v ČR a k řešení některých strukturálních faktorů, které kapitálový trh v současnosti limitují. Specifika kapitálového trhu v ČR sice vyžadují delší časové období pro dosažení významnějšího posunu, nicméně důsledným uplatňováním navržených opatření a zásad lze dosáhnout výrazného zlepšení využití kapitálového trhu pro rozvoj reálné ekonomiky v ČR již do roku 2023. I s ohledem na velkou variabilitu navržených opatření a množství dotčených subjektů je potřeba zajistit koordinaci navržených opatření. Proto byla Koncepce při její přípravě s dotčenými subjekty konzultována jejich připomínky byly v Koncepci zohledněny a tyto subjekty vyjádřily Koncepci svou podporu. S ohledem na to, že regulace a rozvoj kapitálového trhu spadá do gesce Ministerstva financí, pověřuje se koordinací této koncepce Ministerstvo financí, které bude vládu ČR pravidelně informovat o pokroku v naplňování jednotlivých opatření a o vývoji ve sledovaných ukazatelích. Vzhledem k tomu, že kapitálový trh (nejen v ČR) se neustále vyvíjí a zaznamenává řadu nových trendů, měla i samotná koncepce podléhat pravidelné aktualizaci (alespoň jednou za 5 let).

Seznam použité literatury

ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION. *Capital Markets and Economic Growth: Long-term trends and policy challenges* [online]. 2014 [cit. 2018-05-28]. Dostupné z: http://www.europeanissuers.eu/_lib/newsflash/research_paper_-_release_version_-_march_2014.pdf

ASSOCIATION FOR FINANCIAL MARKETS IN EUROPE. *Deeper capital markets in EU11 could unlock EUR200 billion capital* [online]. 2016 [cit. 2018-03-27]. Dostupné z: <https://www.afme.eu/en/news/press-releases/20162/deeper-capital-markets-in-cee-countries-could-unlock-200-billion-in-capital/>

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *Financial structure and growth* [online]. 2014 [cit. 2018-03-27]. Dostupné z: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403e.htm

BUCHAREST STOCK EXCHANGE. *General Statistics 2017* [online]. [cit. 2018-05-25]. Dostupné z: <http://www.bvb.ro/TradingAndStatistics/Statistics/GeneralStatistics>

BULGARIAN STOCK EXCHANGE. *Annual Management Report for 2017* [online]. [cit. 2018-05-25]. Dostupné z: http://www.bse-sofia.bg/?page=FinancialReportDetails&extri_id=117106

BURZA CENNÝCH PAPIEROV V BRATISLAVE. *Ročenka 2017* [online]. [cit. 2018-05-25]. Dostupné z: <http://www.bsse.sk/Portals/0/Resources/statistiky/rocenky/Rocenka-BCPB-2017.pdf>

CAPITAL MARKET DEVELOPMENT COUNCIL. *Strategy for Development of the Bulgarian Capital Market* [online]. 2016 [cit. 2018-03-27]. Dostupné z: <https://abanksb.bg/downloads/Strategy-Development-Bulgarian-Capital-Market-EN.pdf>

CRIDO LEGAL. *Simplified joint stock company for startups* [online]. [cit. 2018-09-07]. Dostupné z: <http://en.cridolegal.pl/simplified-joint-stock-comapny-for-startups>

CYPRUS STOCK EXCHANGE. *Bulletin for December 2017* [online]. [cit. 2018-05-25]. Dostupné z: <http://www.cse.com.cy/en-GB/profile/publications/bulletins/2017/>

EUROPEAN COMMISSION. *Structural Reform Support Programme (SRSP)* [online]. [cit. 2018-03-27]. Dostupné z: https://ec.europa.eu/info/funding-tenders/funding-opportunities/funding-programmes/overview-funding-programmes/structural-reform-support-programme-srsp_en

EUROPEAN COMMISSION. *New Funds to make long-term investment easier* [online]. Brussels, 2013 [cit. 2018-03-27]. Dostupné z: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-605_en.htm

EUROPEAN COMMISSION. *Ec.europa.eu/eurostat* [online]. [cit. 2018-03-27]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/main/home>

EUROPEAN COMMISSION. *GREEN PAPER Building a Capital Markets Union {SWD(2015) 13 final}* [online]. Brussels, 2015 [cit. 2018-03-27]. Dostupné z: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-4433_cs.htm

EUROPEAN COMMISSION (CAPITAL MARKET UNION). *Capital Markets and funding EU SMEs: Budapest Stock Exchange for Successful SMEs* [online]. Budapest, 2016 [cit. 2018-03-27].

Dostupné z: https://www.bet.hu/pfile/file?path=/site/Kepek/KKV-konferencia/01_-_Niall_Bohan_European_Commission.pdf1

EVROPSKÁ KOMISE (UNIE KAPITÁLOVÝCH TRHŮ). *Plán mobilizace finančních prostředků ve prospěch hospodářského růstu Evropy* [online]. [cit. 2018-03-27]. Dostupné z: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union_cs

GLOBAL CORPORATE GOVERNANCE FORUM. *Toolkit 2: Developing Corporate Governance Codes of Best Practice* [online]. 2005 [cit. 2018-03-26]. Dostupné z: https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/ifc+cg/resource/s/toolkits+and+manuals/toolkit2_codes_of_best_practice

IDNES.CZ. *Finančníci chtějí udělat z Česka centrum zahraničních fondů. A vydělat* [online]. [cit. 2018-03-26]. Dostupné z: https://ekonomika.idnes.cz/financnici-chteji-udelat-z-ceska-centrum-evropskych-fondu-a-vydelat-112-/eko-zahranicni.aspx?c=A130129_205431_eko-zahranicni_brd

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION. *Corporate Governance Scorecards* [online]. 2014 [cit. 2018-03-26]. Dostupné z: https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/ifc+cg/resource/s/toolkits+and+manuals/corporate+governance+scorecards

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Vienna Initiative: New Working Group on Capital Markets Union for CESEE Region* [online]. 2017 [cit. 2018-03-27]. Dostupné z: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2017/03/06/PR1773-Vienna-Initiative-New-Working-Group-on-Capital-Markets-Union-for-CESEE-Region>

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Ireland : Lessons from Its Recovery from the Bank-Sovereign Loop* [online]. Ireland, 2015 [cit. 2018-03-27]. Dostupné z: <https://www.imf.org/en/Publications/Departmental-Papers-Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Ireland-Lessons-from-Its-Recovery-from-the-Bank-Sovereign-Loop-43361>

LUXEMBOURG FOR FINANCE. *LUXFIN 2020* [online]. 2015 [cit. 2018-03-27]. Dostupné z: <http://www.luxembourg.public.lu/en/publications/k/LFF-luxfin-2020-EN-2016/index.html>

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Evropská komise uveřejnila návrh nařízení o evropských fondech dlouhodobých investic* [online]. 2013 [cit. 2018-03-27]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/kapitalovy-trh/investicni-fondy/2013/evropska-komise-uverejnila-navrh-narizen-16958>

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Konzultace k revizi Národní strategie finančního vzdělávání* [online]. [cit. 2018-03-26]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/o-ministerstvu/verejne-diskuze/2017/konzultace-k-revizi-narodni-strategie-fi-29322>

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *MF odmítá deklarované důvody neschválení Strategie vlastnické politiky státu* [online]. 2017 [cit. 2018-03-26]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/aktualne/tiskove-zpravy/2017/mf-odmita-deklarovane-duvody-neschvaleni-27321>

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Národní strategie finančního vzdělávání* [online]. 2010 [cit. 2018-03-27]. Dostupné z: www.psfv.cz/cs/pro-odborniky/strategicke-dokumenty

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Návrh revidované Národní strategie finančního vzdělávání* [online]. 2010 [cit. 2018-06-05]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/o-ministerstvu/verejne-diskuze/2018/navrh-revidovane-narodni-strategie-finan-31870>

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Veřejná konzultace k prvním řešením pro připravovaný nový zákon o daních z příjmů* [online]. 2016 [cit. 2018-03-26]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/o-ministerstvu/verejne-diskuze/2016/verejna-konzultace-k-prvnim-remenim-pro-26405>

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Zpráva Světové banky o kapitálovém trhu v ČR* [online]. 2017 [cit. 2018-03-27]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/kapitalovy-trh/podnikani-na-kapitalovem-trhu/2017/zprava-svetove-banky-o-kapitalovem-trhu-29766>

MINISTERSTVO FINANCÍ SLOVENSKEJ REPUBLIKY. *Návrh Koncepcie rozvoja kapitálového trhu* [online]. 2014 [cit. 2018-03-27]. Dostupné z: <http://www.rokovania.sk/Rokovanie.aspx/BodRokovaniaDetail?idMaterial=23437>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU ČR. *Příprava podkladů pro rozhodování o pokračování důchodové reformy v letech 2004 až 2005 (činnost tzv. Bezděkovy komise)* [online]. [cit. 2018-03-26]. Dostupné z: <https://www.mpsv.cz/cs/2228>

MINISTRY OF ENTERPRENEURSHIP AND TECHNOLOGY OF POLAND. *Prosta Spółka Akcyjna. MPiT rusza z konsultacjami*. [online]. [cit. 2018-09-07]. Dostupné z: <https://www.mpit.gov.pl/strony/aktualnosci/prosta-spolka-akcyjna-mpit-rusza-z-konsultacjami/>

MINISTRY OF FINANCE OF THE REPUBLIC OF LATVIA. *Financial Sector Development Plan* [online]. 2017 [cit. 2018-03-27]. Dostupné z: http://www.fm.gov.lv/en/s/financial_market_policy/financial_sector_development_plan/

NÁRODNÍ EKONOMICKÁ RADY VLÁDY ČR. *NERV: Rámcová strategie konkurenceschopnosti* [online]. 2011 [cit. 2018-03-26]. Dostupné z: [https://www.vlada.cz/scripts/detail.php?id=82538&tmplid=50%20\(str.%20177-198%20R%C3%A1mcov%C3%A1-strategie%20konkurenceschopnosti\)](https://www.vlada.cz/scripts/detail.php?id=82538&tmplid=50%20(str.%20177-198%20R%C3%A1mcov%C3%A1-strategie%20konkurenceschopnosti))

NASDAQ BALTIC. *Market Statistics*. [online]. [cit. 2018-05-25]. Dostupné z: <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=stats&lang=en>

ODBORNÁ KOMISE PRO DŮCHODOVOU REFORMU. *Odborná komise pro důchodovou reformu* [online]. [cit. 2018-03-26]. Dostupné z: <http://www.duchodova-komise.cz/>

PRAGUE STOCK EXCHANGE. *Trade Value* [online]. [cit. 2018-05-25]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/en/market-data/statistics/trade-value/>

THE BUDAPEST STOCK EXCHANGE. *BSE Strategic Report - 2017* [online]. [cit. 2018-03-27]. Dostupné z: <https://www.bse.hu/About-Us/About-Budapest-Stock-Exchange/BSE-Strategic-Report-2017>

THE BUDAPEST STOCK EXCHANGE. *Turnover Statistics January – December 2017* [online]. [cit. 2018-05-25]. Dostupné z: [https://www.bse.hu/Prices-and-Markets/Data-download/Turnover-by-members/\\$rppid0x1179680x14_activeId/148793](https://www.bse.hu/Prices-and-Markets/Data-download/Turnover-by-members/$rppid0x1179680x14_activeId/148793)

THE GOVERNMENT OF IRELAND. *IFS2020: A Strategy for Ireland's International Financial Services sector 2015-2020*. DUBLIN, 2015, 54 s. ISBN 978-1-4064-2867-4. Dostupné z: <http://www.finance.gov.ie/what-we-do/international-financial-services/>

THE LJUBLJANA STOCK EXCHANGE. *Annual statistical report for 2017* [online]. [cit. 2018-05-25]. Dostupné z: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1520>

THE MALTA STOCK EXCHANGE. *Annual Report – 2016* [online]. [cit. 2018-05-25]. Dostupné z: <https://www.borzamalta.com.mt/document-annual-report-2016>

THE WORLD BANK GROUP. *Capital Market Assessment / Market Development Options Czech Republic* [online]. 2017 [cit. 2018-03-27]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/kapitalovy-trh/podnikani-na-kapitalovem-trhu/2017/zprava-svetove-banky-o-kapitalovem-trhu-29766>

ÚSTREDNÝ PORTÁL VEREJNEJ SPRÁVY. *Jednoduchá spoločnosť na akcie* [online]. [cit. 2018-09-07]. Dostupné z: https://www.slovensko.sk/sk/zivotne-situacie/zivotna-situacia/_jednoducha-spolocnost-na-akcie/

VIENNA INITIATIVE. *Vienna Initiative Full Forum 2018* [online]. [cit. 2018-03-27]. Dostupné z: <http://vienna-initiative.com/full-forum-2018/>

WARSAW STOCK EXCHANGE. *GPW Statistic bulletin 2017* [online]. [cit. 2018-05-25]. Dostupné z: https://www.gpw.pl/pub/GPW/statystyki/statystyki_roczne/2017_GPW.pdf

ZAGREB STOCK EXCHANGE. *Annual report* [online]. [cit. 2018-05-25]. Dostupné z: <http://zse.hr/userdocsimages/financ/ZB-fin2016-1Y-REV-N-EN.pdf>

Seznam zkratek

AFME	Asociace pro finanční trh v Evropě (<i>Association for Financial Markets in Europe</i>)
AKAT	Asociace pro kapitálový trh ČR
APS ČR	Asociace penzijních společností ČR
BCPP	Burza cenných papírů Praha
BIS	Banka pro mezinárodní platby
CDCP	Centrální depozitář cenných papírů
CMU	Unie kapitálových trhů (<i>Capital Markets Union</i>)
CVCA	<i>Czech Private Equity and Venture Capital Association</i>
ČAP	Česká asociace pojišťoven
ČASF	Česká asociace společností finančního poradenství a zprostředkování
ČBA	Česká bankovní asociace
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
EBRD	Evropská banka pro obnovu a rozvoj (<i>European Bank for Reconstruction and Development</i>)
EFSI	Evropský fond pro strategické investice (<i>European Fund for Strategic Investments</i>)
EIB	Evropská investiční banka (<i>European Investment Bank</i>)
EIF	Evropský investiční fond (<i>European Investment Fund</i>)
ELTIF	evropský fond dlouhodobých investic (<i>European long-term investment fund</i>)
ESMA	Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (<i>European Securities and Markets Authority</i>)
EU	Evropská unie (<i>European Union</i>)
DLT	technologie distribuované účetní knihy (<i>distributed ledger technology</i>)
GNI	hrubý národní produkt (<i>gross national income</i>)
HDP	hrubý domácí produkt (<i>gross national product</i>)
HK ČR	Hospodářská komora ČR
IFC	<i>International Finance Corporation</i> ze skupiny Světové banky
IFRS	Mezinárodní standardy účetního výkaznictví (<i>International Financial Reporting Standards</i>)
IMF	Mezinárodní měnový fond (<i>International Monetary Fund</i>)
IOSCO	Mezinárodní organizace sdružující komise pro cenné papíry (<i>International Organization of Securities Commissions</i>)
MF	Ministerstvo financí ČR
mil.	milión
mld.	miliarda

MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR
MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí ČR
MSCI	<i>Morgan Stanley Capital International</i>
MŠp	Ministerstvo spravedlnosti ČR
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>)
PEPP	panevropský penzijní produkt (<i>Pan-European Pension Product</i>)
rozcestník	webové centrum informací o cenných papírech
SICAV	akciová společnost s proměnným základním kapitálem (<i>société d'investissement à capital variable</i>)
SRSP	Program na podporu strukturálních reforem Evropské komise (<i>Structural Reform Support Programme</i>)
XML	rozšiřitelný značkovací jazyk (<i>eXtensible Markup Language</i>)
VŠE	Vysoká škola ekonomická
VŠFS	Vysoká škola finanční a správní